

**Osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet
osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen välisessä palkitsemisjärjestelyssä**

Pro gradu -tutkielma
Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta
Kauppaoikeus
Ohjaaja: Seppo Villa
Laatija: Markus Laine
17.10.2019



Tiedekunta/Osasto - Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos - Institution – Department
Tekijä - Författare – Author Markus Laine		
Työn nimi - Arbetets titel – Title Osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen välisessä palkitsemisjärjestelyssä		
Oppiaine - Läroämne – Subject Kauppaoikeus		
Työn laji - Arbetets art – Level Pro gradu -tutkielma	Aika - Datum – Month and year Lokakuu 2019	Sivumäärä - Sidoantal – Number of pages XVI + 74
Tiivistelmä - Referat – Abstract <p>Tutkielman tarkoituksena on selvittää, voidaanko osakeyhtiön osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen kesken solmittua kahdenvälistä palkitsemis- ja kannustinjärjestelyä pitää hyväksyttävänä osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien näkökulmasta. Tarkoituksena on ensinnäkin selvittää, voidaanko osakkeenomistajalla ylipäänsä katsoa olevan osakeyhtiölakiin perustuen fidusiaarisia velvollisuuksia, jotka soveltuisivat palkitsemisjärjestelyn solmimiseen hallituksen jäsenen kanssa osakkeenomistajan itsekkysoikeudesta huolimatta. Toiseksi on tarkoitus selvittää, mikä näiden velvollisuuksien tarkempi sisältö on. Kolmanneksi on tarkoitus selvittää, missä tilanteissa palkitsemissopimuksen solmiminen voisi merkitä osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomusta. Lopuksi on tarkoitus selvittää, millaisella osakkeenomistajalla voitaisiin katsoa olevan palkitsemisjärjestelyyn soveltuvia fidusiaarisia velvollisuuksia. Tutkielman näkökulma on lainopillinen, joskin tutkielmassa hyödynnetään myös oikeustaloustieteellistä lähdeaineistoa. Tutkielmassa ei tehdä varsinaista oikeusvertailevaa tutkimusta, mutta siinä hyödynnetään tulkinta-apuna etenkin yhdysvaltalaisista oikeuskäytäntöä ja -kirjallisuutta johdon ja määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista.</p> <p>Osakeyhtiölaissa ei ole nimenomaista säännöstä osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista. Oikeustila on tältä osin varsin epäselvä ja kiistanalainen. Vakiintuneesti osakkeenomistajalla on katsottu olevan oikeus ajaa yhtiössä omaa etuaan. Itsekkysoikeutta rajoittavat kuitenkin etenkin yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7), osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuu (OYL 22:2), vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuva lunastusvelvollisuus (OYL 23:1) ja eräät muut osakkeenomistajalle tapauskohtaisia velvoitteita asettavat säännökset. Päämies-agenttiteoriaan perustuen voidaan lisäksi pohtia johdon fidusiaaristen velvollisuuksien (OYL 1:8) ulottamista tulkinnalla koskemaan joiltain osin myös määräävän osakkeenomistajan toimintaa vähemmistöosakkeenomistajien agenttina.</p> <p>Kysymys osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen välisen palkitsemissopimuksen hyväksyttävyydestä osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien näkökulmasta on korostuneen tulkinnanvarainen. Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ja itsekkysoikeuden välisen ristiriidan ratkaiseminen vaatii tapauskohtaista harkintaa. Määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden voitaisiin katsoa kieltävän tätä solmimista hallituksen jäsenen kanssa sellaisen palkitsemisjärjestelyn, joka kannustaa hallituksen jäsentä toimimaan tehtävissään siten, että määräävälle osakkeenomistajalle syntyy epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Tällaista järjestelyä ei voitaisi oikeuttaa vetoamalla osakkeenomistajan itsekkysoikeuteen. Myötävaikuttaminen osakeyhtiölain rikkomiseen perustaa osakkeenomistajalle vahingonkorvausvelvollisuuden jo OYL 22:2:n sanamuodon nojalla. Vähemmistöosakkeenomistajat saivat kuitenkin itsekkysoikeutensa nojalla vapaasti solmia tällaisen palkitsemisjärjestelyn hallituksen jäsenen kanssa. Itsekkysoikeus on erityisen vahva lähtökohta muiden kuin määräävän osakkeenomistajan osalta.</p> <p>Palkitsemissopimuksen sisällöllinen hyväksyttävyyden riippuu puolestaan etenkin siinä hallituksen jäsenelle asetetuista kannustimista. Hyväksyttävyyttä puoltaa etenkin se, jos järjestelyssä jaetaan hallituksen jäsenelle yhtiöön liittyvää residuaalia. Pitkään aikatekijään sidottuja järjestelyjä voitaisiin myös yleensä pitää osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisena. Ongelmallisina voitaisiin kuitenkin pitää sellaisia järjestelyjä, joiden tulostittarit ja aikatekijä ilmentävät enemmänkin palkkion antavan osakkeenomistajan erityistä sijoitusstrategiaa kuin osakkeenomistajien yhteistä etua.</p>		
Avainsanat – Nyckelord – Keywords Osakeyhtiö, yhtiöoikeus, johdon palkitseminen, osakkeenomistaja, yhdenvertaisuusperiaate, lojaliteettivelvollisuus		
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited		
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information		

SISÄLLYSLUETTELO

LÄHDELUETTELO	IV
---------------------	----

LYHENTEET	XVI
-----------------	-----

1 JOHDANTO	1
------------------	---

1.1 Tutkielman tausta	1
-----------------------------	---

1.2 Tutkimuskysymykset ja aiheen rajausta	3
---	---

1.3 Tutkielman metodologia ja lähdeaineisto	5
---	---

1.4 Tutkielman rakenne.....	7
-----------------------------	---

2 YHTIÖN EDUSTA JA VALTASUHTEISTA	7
---	---

2.1 Yhtiön ja osakkeenomistajien edusta	7
---	---

2.1.1 Yleistä	7
---------------------	---

2.1.2 Yhtiön edun käsitteestä.....	8
------------------------------------	---

2.1.3 Osakkeenomistajien edun käsitteestä.....	10
--	----

2.2 Päämies-agenttisuhteista	11
------------------------------------	----

2.2.1 Päämies-agenttiteoria	11
-----------------------------------	----

2.2.2 Johdon ja osakkeenomistajien välisestä päämiesagentti-suhteesta	12
---	----

2.2.3 Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisestä päämies-agenttisuhteesta.....	13
--	----

2.3 Osakkeenomistajan itsekkyysoikeudesta	15
---	----

2.3.1 Osakkeenomistajan oikeus ajaa omaa etua.....	15
--	----

2.3.2 Suhde vähemmistöosakkeenomistajien oikeussuojatarpeeseen.....	16
---	----

3	OSAKKEENOMISTAJAN FIDUSIAARISISTA VELVOLLISUUKSISTA	17
3.1	Johdanto	17
3.2	Johdon fidusiaarisista velvollisuuksista	18
3.2.1	<i>Fidusiaarisuhteen käsitteestä</i>	<i>18</i>
3.2.2	<i>Johdon fidusiaariset velvollisuudet Yhdysvalloissa</i>	<i>19</i>
3.2.3	<i>Johdon fidusiaariset velvollisuudet osakeyhtiölaissa</i>	<i>22</i>
3.3	Yhdenvertaisuusperiaatteesta	24
3.3.1	<i>Yhdenvertaisuusperiaatteen suojafunktiosta</i>	<i>24</i>
3.3.2	<i>Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältö ja soveltamisala</i>	<i>25</i>
3.3.3	<i>Muodollinen ja aineellinen yhdenvertaisuus</i>	<i>26</i>
3.4	Osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista	27
3.4.1	<i>Yleistä</i>	<i>27</i>
3.4.2	<i>Viimeaikaisia näkemyksiä oikeuskirjallisuudessa</i>	<i>29</i>
3.4.3	<i>Osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista Yhdysvalloissa</i>	<i>38</i>
3.4.4	<i>Johtopäätöksiä voimassaolevasta oikeudesta</i>	<i>40</i>
4	OSAKKEENOMISTAJAN FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET PALKITSEMISJÄRJESTELYSÄ	47
4.1	Yleistä	47
4.2	Johdon palkitsemisesta	48
4.2.1	<i>Johdon palkitseminen agentin valvonnan muotona</i>	<i>48</i>
4.2.2	<i>Erilaisista palkitsemis- ja kannustinjärjestelmistä</i>	<i>50</i>

4.2.3	<i>Hallinnointikoodin palkitsemissuosituksista</i>	51
4.2.4	<i>Palkitsemispolitiikkaa ja -raporttia koskevasta sääntelystä.....</i>	52
4.3	Määräävän osakkeenomistajan velvollisuudet palkitsemisjärjestelyssä	54
4.3.1	<i>Palkitsemissopimuksen sisällöstä.....</i>	54
4.3.2	<i>Palkitsemisjärjestelystä päämies-agenttiteorian näkökulmasta</i>	55
4.3.3	<i>Määräävän osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien soveltumisesta.....</i>	57
4.3.4	<i>Erialaisten palkitsemisjärjestelyjen hyväksyttävyydestä.....</i>	62
4.3.5	<i>Määräävän osakkeenomistajan korvausvastuun syntymisestä.....</i>	65
4.4	Vähemmistöosakkeenomistajan velvollisuudet palkitsemisjärjestelyssä	66
4.4.1	<i>Vähemmistöosakkeenomistajan velvollisuuksista voimassaolevan oikeuden mukaan.....</i>	66
4.4.2	<i>Voimassaolevan oikeuden kehittämistarpeista</i>	69
5	LOPUKSI	72

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

Aarnio (1989)

Aarnio, Aulis, 1989. Laintulkinnan teoria: yleisen oikeustieteen oppikirja. Porvoo.

Airaksinen ym. (2018)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, 2018. Osakeyhtiölaki I. Helsinki. (Airaksinen ym. 2018a)

Airaksinen ym. (2018)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, 2018. Osakeyhtiölaki II. Helsinki. (Airaksinen ym. 2018b)

Anabtawi – Stout (2008)

Anabtawi, Iman – Stout, Lynn, 2008. Fiduciary Duties for Activist Shareholders. Stanford Law Review, Vol. 60, No. 5, March 2008, s. 1255–1308.

Armour ym. (2017)

Armour, John – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier, 2017. Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa the Anatomy of Corporate Law. Oxford University Press. (Armour ym. 2017a)

Armour ym. (2017)

Armour, John – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier, 2017. The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class. Teoksessa the Anatomy of Corporate Law. Oxford University Press. (Armour ym. 2017b)

Berle – Means (1933)

Berle, Adolf A. – Means, Gardiner, 1933. The Modern Corporation and Private Property. New York.

Black (1990)

Black, Bernard S., 1990. Shareholder Passivity Reexamined. Michigan Law Review, Vol. 89, No. 3, December 1990, s. 520–608.

Black – Scholes (1973)

Black, Fischer – Scholes, Myron, 1973. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, May–June 1973, s. 637–654.

Block ym. (1993)

Block, Dennis J. – Maimone, Michael J. – Ross, Steven B., 1993. The Duty of Loyalty and the Evolution of the Scope of Judicial Review. *Brooklyn Law Review*, Vol. 59, No. 1, 1993, s. 65–105.

Briggs (2007)

Briggs, Thomas W., 2007. Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis. *Journal of Corporation Law*, Vol. 32, No. 4, Summer 2007, s. 681–783.

Brudney (1983)

Brudney, Victor, 1983. Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations. *California Law Review*, Vol. 71, No. 4, July 1983, s. 1072–1133.

Cederberg (1934)

Cederberg, Lauri, 1934. Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistösuojaa silmälläpitäen. *Lakimies* 1934, s. 1–51.

Cooter – Freedman (1991)

Cooter, Robert – Freedman, Bradley J., 1991. The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences. *N.Y.U. Law Review*, Vol. 66, No. 4, October 1991, s. 1045–1075.

Dalley (2008)

Dalley, Paula J., 2008. Shareholder (and Director) Fiduciary Duties and Shareholder Activism. *Houston Business and Tax Law Journal*, Vol. 8, No. 2–3, 2008, s. 301–336.

Dammann (2015)

Dammann, Jens, 2015. The Controlling Shareholder's General Duty of Care: A Dogma that Should Be Abandoned. *University of Illinois Law Review*, Vol. 2015, No. 2, 479–506.

Dennis (1992)

Dennis, Anthony J., 1992. Assessing the Fallout: *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* and Delaware's Unocal Standard of Review. *The Journal of Corporation Law*, Vol. 17, No. 2, Winter 1992, s. 347–383.

Dotevall (2015)

Dotevall, Rolf, 2015. Aktiebolagsrätt. Fördjupning och komparativ belysning. Stockholm.

Easterbrook – Fischel (1993)

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R., 1993. Contract and Fiduciary Duty. Journal of Law and Economics, Vol. 36, No. 1, Part 2, April 1993, s. 425–446.

Helaniemi ym. (2003)

Helaniemi, Erkki – Kallunki, Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko, 2003. Optiot – Onni vai onnettomuus. Porvoo.

Hemmo (2003)

Hemmo, Mika, 2003. Sopimusoikeus I. Helsinki.

Hirvonen ym. (2003)

Hirvonen, Ahti – Niskakangas, Heikki – Steiner, Maj-Lis, 2003. Corporate governance. Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. Juva.

Hoffman (2006)

Hoffman, David A., 2006. The "Duty" to be a Rational Shareholder. Minnesota Law Review, Vol. 90, No. 3, February 2006, s. 537–611.

Hu – Black (2006)

Hu, Henry T. C. – Black, Bernard, 2006. Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms. Business Lawyer (ABA), Vol. 61, No. 3, May 2006, s. 1011–1070.

Immonen – Villa (2019)

Immonen, Raimo – Villa, Seppo, 2019. Osakeyhtiön varojen käyttö. Helsinki.

Jensen – Meckling (1976)

Jensen, Michael C. – Meckling, William H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. Vol. 3, No. 4, 1976, s. 305–306.

Kahan – Rock (2007)

Kahan, Marcel – Rock, Edward B., 2007. Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, No. 5, May 2007, s. 1021–1094.

Kaisanlahti (1998)

Kaisanlahti, Timo, 1998. Äänilaji- ja äänileikkurimääräykset osakeyhtiössä. *Oikeustiede – Jurisprudentia* 1998, s. 69–146.

Kaisanlahti (2002)

Kaisanlahti, Timo, 2002. Minority shareholders in the Finnish system of Corporate Governance. The Research Institute of the Finnish Economy. Discussion Papers No. 110. Helsinki.

Kanniainen (1996)

Kanniainen, Vesa, 1996. Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies-agenttiteoria. Teoksessa *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*. Toimittaneet Vesa Kanniainen & Kalle Määttä. Tampere.

Karmel (2004)

Karmel, Roberta S., 2004. Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders? *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 60, No. 1, November 2004, s. 1–22.

Kyläkallio ym. (2017)

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle, 2017. *Osakeyhtiö I*. Helsinki.

La Porta ym. (1999)

La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei, 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, April 1999, s. 471–517.

Laine (2012)

Laine, Juhani, 2012. Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta. *Lakimies* 1/2012, s. 79–101.

Laine (2016)

Laine, Juhani, 2016. Suunnattu maksuton osakeanti ja sen peruste esimerkkinä osakkeenomistajien taloudellisen yhdenvertaisuuden merkityksestä suomalaisessa osakeyhtiössä. *Liettua*.

Lautjärvi (2015)

Lautjärvi, Kari, 2015. Välipääomarahoitusinstrumentit. Yhtiöoikeudellinen tutkimus vieraan pääoman ehtoisen välipääomarahoitajan asemasta osakeyhtiössä. Helsinki.

Lautjärvi (2017)

Lautjärvi, Kari, 2017. Yhtiön etu yhtiön johdon päätöksissä ja toimissa. Helsinki.

Leppiniemi – Kaisanlahti (2016)

Leppiniemi, Jarmo – Kaisanlahti, Timo, 2016. Kirjanpitolaki - kommentaari. Helsinki.

Linna (2004)

Linna, Tuula, 2004. Oikeuden väärinkäytön kielto ja sen sovelluksia. Lakimies 4/2004, s. 622–638.

Macey – Miller (1988)

Macey, Jonathan R. – Miller, Geoffrey P., 1988. Trans Union Reconsidered. The Yale Law Journal, Vol. 98, No. 1, November 1988, s. 127–143.

Markowitz (1952)

Markowitz, Harry, 1952. Portfolio Selection. The Journal of Finance. Vol. 7, No. 1, March 1952, s. 77–91.

Mähönen (1998)

Mähönen, Jukka, 1998. Lojalisuus ja yhteisöoikeus. Teoksessa Juhlajulkaisu Leena Kartio 1938 – 30/8 – 1998. Toimittanut Kumpula, Anne ym. Turku.

Mähönen (2000)

Mähönen, Jukka, 2000. Lojaliteettivelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus. Julkaistu teoksessa Varallisuusosoikeuden kantavat periaatteet. Toimittanut Ari Saarnilehto. Helsinki.

Mähönen (2005)

Mähönen, Jukka, 2005. Kansainväliset tilinpäätösstandardit ja yhtiöoikeus. Helsinki.

Mähönen – Villa (2012)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, 2012. Osakeyhtiö II: Pääomarakenne ja rahoitus. Helsinki.

Mähönen – Villa (2015)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, 2015. Osakeyhtiö I: Yleiset opit. Helsinki.

Mäntysaari (2002)

Mäntysaari, Petri, 2002. Osakeyhtiö toimijana. Helsinki.

Mäntysaari (2013)

Mäntysaari, Petri, 2013. Mitä etua yhtiön johdon on edistettävä? Defensor Legis, 4/2013, s. 579–596.

Mäntysaari (2016)

Mäntysaari, Petri, 2016. Osakeyhtiöoikeuden teoriasta. Teoksessa Oikeuden ja talouden rajapinnassa – Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta. Toimittanut Raimo Immonen ym. Helsinki.

Määttä (2016)

Määttä, Kalle, 2016. Oikeustaloustieteen perusteet. Keuruu.

Nyström (2016)

Nyström, Patrik, 2016. Osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvollisuudet. Osakeyhtiö- ja vahingonkorvausoikeudellinen tutkimus. Helsinki.

Partnoy – Thomas (2006)

Partnoy, Frank S. – Thomas, Randall S., 2006. Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation. Vanderbilt University Law School, Law and Economics, Working Paper No. 06–21. Saatavilla osoitteessa: <http://ssrn.com/abstract=931254>. Vierailtu viimeksi 28.9.2019.

Pönkä (2011)

Pönkä, Ville, 2011. Osakassopimuksen suhde työlainsäädäntöön ja erityisesti työsopimuslaissa tarkoitettuun kilpailukieltosopimukseen. Lakimies 1/2011, s. 64–81.

Pönkä (2012)

Pönkä, Ville, 2012. Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Helsinki.

Pönkä (2013)

Pönkä, Ville, 2013. Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. Lakimies 1/2013, s. 21–34.

(Pönkä 2013a)

Pönkä (2013)

Pönkä, Ville, 2013. Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II. Lakimies 2/2013, s. 215–229. (Pönkä 2013b)

Rhee (2013)

Rhee, Robert J., 2013. The Tort Foundation of Duty of Care and Business Judgment. Notre Dame Law Review, Vol. 88, No. 3, February 2013, s. 1139–1198.

Salo (2015)

Salo, Marika, 2015. Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu. Helsinki.

Savela (2001)

Savela, Ari, 2001. Arvio osakeyhtiölain vahingonkorvaussäätelyn kehittämistarpeesta ja -mahdollisuuksista. Muistio 22.11.2001. Saatavilla osoitteessa: https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/4ecc87e1-fc62-49b8-abad-1d38cf299c5b/fc7963e0-50be-4277-8c08-cb7952302d4d/MUIS-TIO_20180403224502.pdf. Vierailtu viimeksi 3.10.2019.

Savela (2010)

Savela, Ari, 2010. Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate. Defensor Legis 1/2010, s. 3–24.

Savela (2015)

Savela, Ari, 2015. Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Helsinki.

Af Schultén (2004)

Schultén, Gerhard af, 2004. Osakeyhtiölain kommentaari II. Helsinki.

Sjåfell ym. (2015)

Sjåfell, Beate – Johnston, Andrew – Anker-Sørensen, Linn – Millon, David, 2015. Shareholder primacy: the main barrier to sustainable companies. Teoksessa Company Law and Sustainability – Legal Barriers and Opportunities. Toimittanut Richardson, Benjamin J. – Sjåfell, Beate. Cambridge.

Ståhlberg – Karhu (2013)

Ståhlberg, Pauli – Karhu, Juha, 2013. Suomen vahingonkorvausoikeus. Helsinki.

Timonen (1997)

Timonen, Pekka, 1997. Määräysvalta, hinta ja markkinavoima – Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Helsinki.

Timonen (2000)

Timonen, Pekka, 2000. Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Helsinki.

Toiviainen (1998)

Toiviainen, Heikki, 1998. Ownership and Control in Companies Limited by Shares in Finland. Helsinki.

Toiviainen (2004)

Toiviainen, Heikki, 2004. Yrityksen yhteiskuntavastuu ja corporate governance. Teoksessa Business Law Forum 2004. Toimittanut Jarno Tepora ym. Helsinki.

Toiviainen (2006)

Toiviainen, Heikki, 2006. Suomen uusi osakeyhtiölaki: kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä? Teoksessa Business Law Forum 2006. Toimittanut Jarno Tepora ym. Helsinki.

Vahtera (2007)

Vahtera, Veikko, 2007. Vaikutusvallan väärinkäyttö ja sen seuraamukset osakeyhtiössä. Teoksessa Yhtiöoikeudellisia kirjoituksia VI. Toimittanut Ari Saarnilehto. Turku.

Vahtera (2011)

Vahtera, Veikko, 2011. Osakeomistuksen riski ja sääntely. Hämeenlinna.

Villa (2008)

Villa, Seppo, 2008. Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? Lakimies 4/2008, s. 563–581.

Villa (2018)

Villa, Seppo, 2018. Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Helsinki.

Virallislähteet

Hallituksen esitykset

HE 27/1977 vp

Hallituksen esitys n:o 27 (1977 vp) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 109/2005 vp

Hallituksen esitys n:o 109 (2005 vp) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 6/2006 vp

Hallituksen esitys n:o 6 (2006 vp) Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta.

HE 24/2009 vp

Hallituksen esitys n:o 24 (2009 vp) Eduskunnalle uudeksi asunto-osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 305/2018 vp

Hallituksen esitys n:o 305 (2018 vp) Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain muuttamisesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

Muut virallislähteet

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003:4

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Oikeusministeriö, työryhmämietintö 2003:4.

Itsesääntely

Hallinnointikoodi 2015

Hallinnointikoodi. Corporate Governance 2015. Arvopaperimarkkinayhdistys ry. Saatavilla osoitteessa: <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>. Vierailtu viimeksi 18.9.2019.

Ehdotus hallinnointikoodin suosituksiksi 15.5.2019

Hallinnointikoodi 2020. Ehdotus hallinnointikoodin suosituksiksi 15.5.2019. Arvopaperimarkkinayhdistys ry. Saatavilla osoitteessa: <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/05/ehdotus-hallinnointikoodin-suosituksiksi-15.5.2019.pdf>. Vierailtu viimeksi 3.10.2019.

Ehdotus hallinnointikoodin raportointijaksoksi 15.5.2019

Hallinnointia koskeva raportointi. Ehdotus hallinnointikoodin raportointijaksoksi 15.5.2019. Arvopaperimarkkinayhdistys ry. Saatavilla osoitteessa: <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/05/ehdotus-hallinnointikoodin-raportointijaksoksi-15.5.2019.pdf>. Vierailtu viimeksi 10.10.2019

EU

Direktiivi 2004/25/EY

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista (ostotarjousdirektiivi).

Direktiivi 2007/36/EY

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2007/36/EY, annettu 11 päivänä heinäkuuta 2007, osakkeenomistajien eräiden oikeuksien käyttämisestä julkisesti noteeratuissa yhtiöissä (osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi).

Direktiivi (EU) 2017/828

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828, annettu 17 päivänä toukokuuta 2017, direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta (osakkeenomistajan oikeudet II-direktiivi).

Muut lähteet

Keskuskauppakamarin Corporate Governance -selvitys 2019

Toimiiko hyvä hallinnointi ja avoimuus pörssiyrityksissä? Keskuskauppakamarin Corporate Governance -selvitys 2019. Saatavilla osoitteessa: <https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2019/06/cg-selvitys-2019.pdf>. Vierailtu viimeksi 19.9.2019.

Oikeustapakukset

Korkein oikeus

KKO 1991:148

KKO 1992:145

KKO 1993:82

KKO 1996:46

KKO 2001:70

KKO 2003:126

KKO 2010:17

KKO 2018:19

Högsta domstolen (Ruotsi)

NJA 1997 s. 418

The Delaware Supreme Court (Yhdysvallat)

Del. 1952

Sterling v. Mayflower Hotel Corp., 93 A.2d 107.

Del. 1977

Singer v. Magnavox, 380 A.2d 969

Del. 1983

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701.

Del. 1984

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805.

Del. 1985

Smith v. van Gorkom, 488 A.2d 858.

Del. 1987

Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334.

Del. 1993

Nixon v. Blackwell, 626 A.2d 1366.

Del. 1993

Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345.

Del. 1994

Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc., 638 A.2d 1110.

Del. 2000

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244.

The Delaware Court of Chancery (Yhdysvallat)

Del. Ch. 1991

Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., Civ. A. No. 8358, 1991 WL 111134.

The Massachusetts Supreme Judicial Court (Yhdysvallat)

Mass. 1975

Donahue v. Rodd Electrotpe Co., 328 N.E.2d 505.

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012, muutoksineen)
CA	Companies Act of 2006 (Yhdistyneen kuningaskunnan yhtiölaki)
DGCL	Delaware General Corporation Law (Delawaren osavaltion yhtiölaki)
EOYL	Osakeyhtiölaki (kumottu) (734/1978)
EU	Euroopan unioni
HE	Hallituksen esitys
Ibid.	Ibidem, samassa paikassa. Tarkoittaa viittausta samaan lähteeseen ja samaan kohtaan lähdeettä kuin edellinen alaviite.
KKO	Korkein oikeus
KPL	Kirjanpitolaki (1336/1997, muutoksineen)
MBCA	Model Business Corporation Law (Yhdysvaltain malliyhtiöoikeuslaki)
OikTL	Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (228/1929, muutoksineen)
OM	Oikeusministeriö
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006, muutoksineen)
vp.	Valtiopäivät

1.1 Tutkielman tausta

Osakeyhtiölain (624/2006 muutoksineen, jäljempänä "OYL") 1:8:ssä on asetettu yhtiön johdon¹ tehtäväksi huolellisesti toimien edistää yhtiön etua. Säännös perustaa johdolle lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuuden, joihin viitataan vakiintuneesti yhdessä johdon *fidusiaarisina velvollisuuksina*.² Velvollisuudet ilmentävät lainsäätäjän tarkoitusta hillitä johdon opportunistia osakkeenomistajien agenttina päämies-agenttiteorian tarkoittamassa mielessä.³ Corporate governance -keskustelussa onkin pitkään korostettu osakkeenomistajien oikeussuojatarvetta johdon opportunistin suhteen.⁴

Yhtiöoikeudellisessa keskustelussa on kuitenkin laajasti tunnustettu myös määräävän osakkeenomistajan opportunistiin liittyvät ongelmat ja tästä johtuva vähemmistöosakkeenomistajien tarve oikeussuojalle.⁵ Osakeyhtiölaissa ei kuitenkaan ole nimenomaisesti asetettu osakkeenomistajille fidusiaarisia velvollisuuksia. Lähtökohtana on sen sijaan vakiintuneesti pidetty osakkeenomistajien oikeutta edistää yhtiössä omaa etuaan.⁶ Tämän niin sanotun osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden taustalla on osakeyhtiömuotoon liittyvä tavoite edistää taloudellista kehitystä tarjoamalla puitteet riskipääoman hankkimiseksi.⁷ Ajatuksena on, että osakkeenomistajan oikeusaseman rasittaminen erilaisilla velvoitteilla olisi omiaan nostamaan oman pääoman ehtoihin sijoituksiin liittyviä kuluja ja niihin sisältyvää riskiä, jolla puolestaan olisi yritysten pääomakustannuksia korottava vaikutus.⁸

¹ Osakeyhtiölaissa johtoon katsotaan kuuluvan yhtiön hallituksen jäsenet, mahdollinen toimitusjohtaja ja mahdollisen hallintoneuvoston jäsenet (OYL 6:11 ja 22:1.1). Tässä tutkielmassa termiä "johto" käytetään kuitenkin pääsääntöisesti yhtiön hallituksen synonyyminä.

² Fidusiaaristen velvollisuuksien käsitteen alkuperä on angloamerikkalaisessa oikeudessa. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 365–366.

³ Osakeyhtiölain esitöissä on katsottu, että johdon asemassa voidaan nähdä piirteitä osakkeenomistajien asiamiehen asemasta ja asianhuollosta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 41. Tässä mielessä johdon fidusiaarisia velvollisuuksia voidaan pitää viimesijaisena sääntönä, jolla hillitään johdon opportunistia yhtiötä ja osakkeenomistajia kohtaan. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 370.

⁴ Timonen 2000, s. 48–51.

⁵ Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välille on vakiintuneesti hahmotettu vastaavanlainen päämies-agenttisuhte kuin johdon ja osakkeenomistajien välille. Ks. esim. Vahtera 2011, s. 54–56.

⁶ Osakkeenomistajilla ei siten ole katsottu olevan yleistä velvollisuutta edistää esimerkiksi muiden osakkeenomistajien etuja. Pönkä 2012, s. 236–237 ja Nyström 2016, s. 240–241. Periaate on vahvistettu vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 27/1977 vp, s. 111.

⁷ Tavoite ilmenee selvästi vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöistä. Ks. HE 27/1977 vp, s. 5.

⁸ Mäntysaari 2002, s. 82.

Osakkeenomistajan itsekkyys oikeus ei ole kuitenkaan poikkeukseton. Lainsäätäjä on tunnustanut etenkin vähemmistöosakkeenomistajien oikeussuojatarpeen enemmistöosakkeenomistajan opportunismin suhteen.⁹ Vähemmistösuojaa toteuttaa osakeyhtiölain järjestelmässä etenkin yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7).¹⁰ Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisala on kuitenkin selvästi johdon fidusiaarisia velvollisuuksia rajatumpi. Yhdenvertaisuusperiaate merkitsee ensinnäkin sanamuotonsa nojalla lähinnä osakkeenomistajille asetettua suppeaa *negatiivista* lojaliteettivelvollisuutta.¹¹ Toisin kuin johdolla, osakkeenomistajilla ei vakiintuneesti ole katsottu olevan aktiivista velvollisuutta edistää yhtiön etua.¹²

Yhdenvertaisuusperiaate soveltuu lisäksi sanamuotonsa mukaan vain yhtiökokoukseen ja johtoon, eikä sitä voida siten lähtökohtaisesti soveltaa esimerkiksi osakkeenomistajan toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella.¹³ Nähdäkseni tämä vähentää osaltaan yhdenvertaisuusperiaatteen käyttöalaa määräävien osakkeenomistajien opportunismin hillitsemisessä. Yhtiökokouksen ulkopuolinen epävirallinen yhteydenpito hallituksen jäseniin ja toimivaan johtoon on nimittäin käytännössä tärkeä vaikutuskanava monille suurosakkeenomistajille.¹⁴

Uudemmassa oikeuskirjallisuudessa on käyty keskustelua siitä, tulisiko myös määräävällä osakkeenomistajalla katsoa olevan johdon tavoin fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiössä. Tämä tarkoittaisi käytännössä OYL 1:7:n 2. virkkeen sanamuotoa pidemmälle menevää lojaliteettivelvollisuutta muita osakkeenomistajia kohtaan.¹⁵ Kysymystä on toistaiseksi tarkasteltu lähinnä teoreettisella tasolla. Tällainen "laajennettu" lojaliteettivelvollisuus ei luonnollisesti kumoaisi määräävän osakkeenomistajan itsekkyys oikeutta. Lojaliteettivelvollisuuden ja itsekkyys oikeuden välisen ristiriidan ratkaisu edellyttäisi tapauskohtaista punnintaa.

⁹ Ks. HE 109/2005 vp, s. 39.

¹⁰ Yhdenvertaisuusperiaatetta on pidetty osakeyhtiölain vähemmistösuojajärjestelmän keskeisimpänä elementtinä. Ks. Pönkä 2012, s. 148–149. Toisaalta on myös esitetty, että yhdenvertaisuusperiaatteen rooli olisi vähemmistösuojan toteuttamisessa vain viimesijainen, ja vähemmistösuoja osakeyhtiössä toteutuisi ensisijaisesti osakeyhtiölain yksityiskohtaisten vähemmistösuojanormien perusteella. Ks. Toiviainen 2006, s. 45.

¹¹ OYL 1:7:n 2. virkkeen mukaan "yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto *ei saa tehdä* päätöstä tai *ryhtyä* toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella."

¹² Laine 2012, s. 99–100 ja Lautjärvi 2017, s. 58.

¹³ Mähönen – Villa 2012, s. 381. Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin esitetty, että yhdenvertaisuusperiaate voisi soveltua tietyissä rajatuissa tilanteissa myös osakkeenomistajan toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella. Ks. Pönkä 2012, s. 252–253.

¹⁴ Ks. Hirvonen ym. 2003, s. 352–354.

¹⁵ Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 413–419, Villa 2008, s. 571, Mähönen 2005, s. 44, Nyström 2016, s. 240–243 ja Vahtera 2007, s. 94–95. Määräävän osakkeenomistajan "laajennetun" lojaliteettivelvollisuuden suhteen on esitetty myös torjuvia kannanottoja. Ks. Laine 2012, s. 79–101, Laine 2016, s. 83–87 ja Savela 2010, s. 11.

Haasteeksi muodostuisi tällöin etenkin määräävän osakkeenomistajan velvollisuuksien määrittely konkreettisissa soveltamistilanteissa.¹⁶

Kansainvälisesti määräävän osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet on tunnustettu etenkin Yhdysvaltain oikeudessa.¹⁷ Yhdysvaltalaisessa yhtiöoikeuskeskustelussa on *de lege ferenda* jopa esitetty, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden soveltamisalaa tulisi laajentaa koskemaan lähtökohtaisesti kaikkia osakkeenomistajia. Taustalla on havainto, että osakkeenomistajien mahdollisuudet vaikuttaa yrityspolitiikkaan ilman varsinaista enemmistövaltaa yhtiössä ovat lisääntyneet.¹⁸ Tämä johtuu muun muassa institutionaalisen osakeomistuksen lisääntymisestä, hedgerahastojen yleistymisestä ja rahoitusvälineiden monimutkaistumisesta.¹⁹ Voitaisiin siten pohtia, tulisiko osakkeenomistajien lisääntyneeseen vaikutusvaltaan puuttua asettamalla myös vähemmistöosakkeenomistajille joissain tilanteissa fidusiaarisia velvollisuuksia.

1.2 Tutkimuskysymykset ja aiheen raja

Suomalaisessa pörssiyhtiömaailmassa on tullut hiljattain esiin mielenkiintoisia yritysjohdon palkitsemisjärjestelyjä, joiden suhteen voitaisiin nähdäkseni pohtia osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien soveltumista. Johdon palkitseminen on yleensä yhtiön ja johdon välinen asia.²⁰ On kuitenkin tullut esiin tapauksia, joissa yksittäiset osakkeenomistajat ovat solmineet hallitusten jäsenten kanssa kahdenvälisesti sopimusteitse hallitustyöhön liittyviä palkitsemis- ja kannustinjärjestelyjä.²¹ Tällöin osakkeenomistajan omistajaohjaukseen liittyy käytännössä hallituksen jäsenelle asetettu rahallinen kannustin edistää niitä tavoitteita, joihin yksittäinen osakkeenomistaja ja hallituksen jäsen ovat palkitsemisjärjestelyn keskenään sitoneet.

Tällaista järjestelyä voitaisiin sinänsä pitää palkkion antavan osakkeenomistajan suorittamana yhtiön osakkeenomistajakollektiivin etua edistävänä johdon toiminnan valvontana.²²

¹⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 413–418.

¹⁷ Laine 2012, s. 84. Ks. oikeustilasta Yhdysvalloissa esim. Karmel 2004, s. 2.

¹⁸ Perinteinen osakeyhtiöoikeudellisia fidusiaarisia velvollisuuksia koskeva ajattelu on nimittäin perustunut siihen lähtökohtaan, että valta yhtiössä on keskittynyt johdolle (tai määräävälle osakkeenomistajalle) ja vähemmistöosakkeenomistajien vaikutusmahdollisuudet yhtiössä ovat varsin vähäiset.

¹⁹ Anabtawi – Stout 2008, s. 1255–1308.

²⁰ Ks. esim. Lautjärvi 2017, s. 199.

²¹ Esitetty perustuu kirjoittajan omiin tietoihin. Tällaisia järjestelyjä ei ole tullut tietääkseni varsinaisesti julkisuuteen. Tämän vuoksi tutkielmassa turvaudutaan fiktiivisiin esimerkkeihin palkitsemisjärjestelyjen sisällöstä.

²² Yritysjohdon palkitsemis- ja kannustinjärjestelyjä pidetään yleisesti keinona kannustaa johtoa lojaalisuuteen osakkeenomistajia kohtaan sekä yhdenmukaistaa tai ainakin lähentää osakkeenomistajien ja johdon etuja. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 245–246.

Toisaalta palkkion antava osakkeenomistaja saattaa kuitenkin järjestelyn keinoin saada erityistä vaikutusvaltaa johdon päätöksentekoon, mihin voi nähdäkseni liittyä myös väärinkäytösriski. Osakkeenomistaja voisi käytännössä rahallisella kannustimella esimerkiksi ohjata johtoa tekemään sellaisia päätöksiä, jotka edistäisivät juuri tämän osakkeenomistajan sijoitusstrategiaan liittyvää yksityistä etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien edun kustannuksella.²³ Nähdäkseni olisi siten perusteltua pohtia, voitaisiinko tällaiseen palkitsemisjärjestelyyn joissain tapauksissa puuttua palkkion antavan osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden perusteella. Konkreettisesta soveltamistilanteesta lähtevä tutkimus palvelisi mielestäni luontevasti myös osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia koskevan doktriinin kehitystä. Doktriinin keskeisiin haasteisiin kuuluu todetusti osakkeenomistajan velvollisuuksien määrittely konkreettisissa soveltamistilanteissa.

Tämän tutkielman tarkoituksena on tarkastella osakeyhtiön osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen kahdenvälisesti sopimusteitse solmiman palkitsemis- ja kannustinjärjestelyn hyväksyttävyyttä osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien näkökulmasta. Tältä osin tarkoitetaan selvyiden vuoksi sellaisia järjestelyjä, jotka liittyvät hallituksen jäsenen työskentelyyn sellaisessa yhtiössä, joissa palkkion antava taho on osakkeenomistaja. Tarkoitukseni on tarkastella *de lege lata* seuraavia kysymyksiä:

- i. Voidaanko osakkeenomistajalla katsoa olevan osakeyhtiölakiin perustuvia fidusiaarisia velvollisuuksia, jotka soveltuisivat palkitsemisjärjestelyn solmimiseen hallituksen jäsenen kanssa osakkeenomistajan itsekkyysoikeudesta huolimatta;
- ii. Mikä näiden velvollisuuksien tarkempi sisältö on;
- iii. Missä tilanteissa palkitsemissopimuksen solmiminen voisi merkitä osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomusta eli minkälaista palkitsemissopimusta tulisi pitää tästä näkökulmasta kiellettynä; ja
- iv. Millaisella osakkeenomistajalla voitaisiin katsoa olevan palkitsemisjärjestelyyn soveltuvia fidusiaarisia velvollisuuksia. Koskevatko velvollisuudet vain määräävää osakkeenomistajaa vai myös muita osakkeenomistajia?

²³ Osakkeenomistajien edut ja sijoitustavoitteet yhtiössä ovat nimittäin usein keskenään erilaisia. Ks. Lautjärvi 2017, s. 104.

Tarkoitukseni on käsitellä osakkeenomistajan osakeyhtiölakiin perustuvia velvollisuuksia. En siten laajemmin käsittele esimerkiksi pieniyhtiön osakkeenomistajan osakeyhtiölain ulkopuolista, sopimusoikeudellisiin periaatteisiin perustuvaa lojaliteettivelvollisuutta.²⁴ Rajaan tutkimukseni ulkopuolelle lisäksi muiden kuin palkkion antavan osakkeenomistajan velvollisuudet palkitsemisjärjestelyyn liittyen. Tutkielman ulkopuolelle jää siten esimerkiksi kysymys palkitsemisjärjestelyn hyväksyttävyydestä palkkion vastaanottavan hallituksen jäsenen fidusiaaristen velvollisuuksien kannalta. En myöskään tarkemmin käsittele palkkion antavan osakkeenomistajan korvausvastuun syntymistä koskevia vahingonkorvausoikeudellisia kysymyksiä, kuten syy-yhteysvaatimusta. Rajaan tutkimukseni ulkopuolelle myös arvopaperimarkkinaoikeudelliset tiedonantovelvollisuudet ja sisäpiiritiedon käyttökieltoon liittyvät kysymykset, jotka voisivat soveltua edellä kuvattuun palkitsemisjärjestelyyn.

Mainittuja kysymyksiä ei ole mahdollista tarkastella tässä yhteydessä tutkielman sivumäärärajoituksesta johtuen. Kysymysten taustalla vaikuttava teoreettinen viitekehys eroaa lisäksi tutkimuskysymykseni teoreettisesta viitekehyksestä, minkä vuoksi näitä kysymyksiä ei olisi nähdäkseni myöskään tarkoituksenmukaista tutkia samassa yhteydessä. Sivumäärärajoituksesta johtuen rajaan myös tutkimuskysymykseni *de lege ferenda* -tarkastelun enemmiltä osin tutkielmani ulkopuolelle. Tutkimuksen alakysymykseen iv liittyy kuitenkin erityistä mielenkiintoa voimassaolevan oikeuden kehittämistarpeen suhteen, minkä vuoksi tarkastelen tutkielmani lopussa lyhyesti oikeuskirjallisuudessa aiheesta esitettyjä näkemyksiä.

1.3 Tutkielman metodologia ja lähdeaineisto

Tässä tutkielmassa hyödynnetään lainopin metodologiaa. Tutkielma on yhdistelmä teoreettista ja käytännöllistä lainoppia.²⁵ Tutkielmassa esimerkiksi punnitaan keskenään osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta ja itsekkyysoikeutta, mitä voidaan pitää teoreettisen lainopin tason systematisointitutkimuksena. Teoreettinen lainoppi painottuu tutkielman pääluvuissa 2 ja 3. Varsinaisen tutkimuskysymyksen käsittelyn osalta tutkielma edustaa puolestaan käytännön lainopin tason tutkimusta.²⁶ Käytännöllinen lainoppi painottuu pääluvussa 4.

²⁴ Oikeuskirjallisuudessa on nimittäin esitetty, että pieniyhtiön osakkeenomistajalla voisi olla tällainen lojaliteettivelvollisuus. Ks. Pönkä 2012, s. 238–239 ja Laine 2012, s. 100–101.

²⁵ Teoreettinen lainoppi keskittyy tuottamaan systematisointeja eli niitä yleisiä oppeja ja periaatteita, jotka ovat välttämättömiä yksittäisten tulkintasuositusten muodostamiseksi. Käytännöllinen lainoppi keskittyy puolestaan oikeusnormien tulkintaan ja tulkintasuositusten esittämiseen yksittäisissä soveltamistapauksissa. Ks. Aarnio 1989, s. 302–304.

²⁶ Tutkielman tarkoituksena on tältä osin esittää tulkintasuositus eräisiin käytännön soveltamistilanteisiin.

Tutkielmassa hyödynnetään myös oikeustaloustieteellistä lähdeaineistoa.²⁷ Tämä on nähdäkseni perusteltua jo siksi, että oikeustaloustieteellisellä tutkimussuunnalla on korostunut merkitys suomalaisessa yhtiöoikeustutkimuksessa.²⁸ Yhtiöoikeudellisia suhteita tarkastellaan etenkin päämies-agenttiteorian näkökulmasta.²⁹ Tutkimuskysymyksen kannalta keskeisessä roolissa on osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ja itsekkyysoikeuden välinen punninta edellä kuvatussa palkitsemisjärjestelyssä. Oikeustaloustieteellistä lähestymistapaa voitaisiin nähdäkseni hyödyntää tältä osin taloudellisen tehokkuuden kannalta optimaalisen sääntely- tai tulkintaratkaisun muotoilemisessa. Tällaisena voitaisiin pitää esimerkiksi ratkaisua, jolla minimoitaisiin kokonaiskustannukset, jotka aiheutuvat yhtäältä osakkeenomistajakollektiiville³⁰ erilaisina agenttikustannuksina³¹ ja toisaalta yhtiölle pääomakustannuksina.³² Tämä on kuitenkin vain ajatuksellinen lähtökohta, joka on nähdäkseni hyödyllinen tutkimuskysymyksen tarkastelussa. Tarkoituksena ei ole tehdä esimerkiksi empiiristä tutkimusta, jossa pyrittäisiin määrällisesti arvioimaan erilaisten sääntely- tai tulkintaratkaisujen todellinen vaikutus tällaisiin kustannuksiin.

Tutkielmassa ei tehdä varsinaista oikeusvertailevaa tutkimusta. Tutkielmassa hyödynnetään kuitenkin etenkin yhdysvaltalaista lainsäädäntöä, oikeuskäytäntöä ja oikeuskirjallisuutta. Tämä on perusteltua ensinnäkin siksi, että fidusiaarisia velvollisuuksia koskeva doktriini on angloamerikkalaisessa oikeudessa yleisesti kehittyneempi ja selkeämmin päämies-agenttisuhteelle perustuva kuin Suomen oikeudessa.³³ Määräävän osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet on lisäksi kansainvälisesti selkeimmin tunnustettu juuri Yhdysvalloissa.³⁴

²⁷ Oikeustaloustieteessä on laveasti muotoiltuna kyse taloustieteellisestä tutkimuksesta, jonka tutkimuskohteenä ovat oikeusjärjestelmä ja sen yksittäiset oikeusinstituutiot. Ks. oikeustaloustieteen käsitteestä laajemmin Määttä 2016, s. 11–23.

²⁸ Ks. Nyström 2016, s. 7–9. Osakeyhtiöoikeus on osa taloudellisen vaihdannan institutionaalista ympäristöä, ja taloustieteen hyödyntämisen yhtiöoikeustutkimuksessa voidaan katsoa osaltaan ylläpitävän oikeussääntelyn yhteiskunnallista relevanssia, legitimitettiä ja kilpailukykyä. Ks. Timonen 2000, s. 19–20.

²⁹ Päämies-agenttiteoriaa käsitellään tarkemmin jäljempänä luvussa 2.2.

³⁰ Tähän liittyy oletus siitä, että yhtiön etu samaistetaan osakkeenomistajan etuun (*shareholder primacy*). Oikeuskirjallisuudessa on esitetty myös muita tapoja määritellä yhtiön etu. Ks. Mäntysaari 2016, s. 166–168.

³¹ Määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden laajentava tulkinta on lähtökohtaisesti omiaan vähentämään agenttikustannuksia enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisessä suhteessa. Toisaalta palkitsemisjärjestely voi vähentää agenttikustannuksia johdon ja osakkeenomistajien välisessä suhteessa, jos sillä kyetään esimerkiksi lähentämään johdon ja osakkeenomistajien intressejä. Ks. sekä johdon palkitsemisen että osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien liittymästä päämies-agenttiteoriaan Mähönen – Villa 2015, s. 245–246 ja 413.

³² Osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden rajoittamisella voi olla todetusti yhtiön pääomakustannuksia korottava vaikutus. Ks. Mäntysaari 2002, s. 82.

³³ Oikeuskirjallisuudessa on tällä perusteella puollettu angloamerikkalaisen doktriinin hyödyntämistä Suomen oikeuden fidusiaarisia velvollisuuksia tulkittaessa. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 372.

³⁴ Laine 2012, s. 84. Tematiikkaa on käsitelty verrattain laajasti yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa. Yhdysvalloissa on käyty myös osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia koskien tämän

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielma on jaettu johdannon ja loppupäätelmien lisäksi kolmeen päälukuun. Luvussa 2 tarkastellaan tutkielman keskeisimpiä taustateorioita. Ensin tarkastellaan yhtiön edun käsitettä, mikä on välttämätöntä fidusiaaristen velvollisuuksien kohteen määrittelyä varten. Toiseksi käsitellään päämies-agenttiteoriaa, jota hyödynnetään tutkielman kannalta relevanttien yhtiöoikeudellisten suhteiden ja intressiristiriitojen tarkastelussa. Viimeiseksi käsitellään yleisesti osakkeenomistajan itsekkyysoikeutta. Luvussa 3 käsitellään osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia, minkä osalta tarkoituksena on selvittää yleisellä tasolla asiaa koskeva oikeustila. Osakeyhtiölaissa ei ole nimenomaista säännöstä osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista. Tämän vuoksi aiheen esikysymyksiä tarkastellaan yleisesti asiassa tulkinnallisena lähtökohtina toimivia säännöksiä osakkeenomistajan yhdenvertaisuudesta (OYL 1:7) ja johdon fidusiaarisista velvollisuuksista (OYL 1:8). Luvussa 4 pyritään esittämään tulkintasuositukset edellä esitettyihin tutkimuskysymyksiin soveltamalla osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia eräisiin käytännön tilanteisiin. Palkitsemisjärjestelyn vaikutusten ja oikeudellisten ulottuvuuksien hahmottamiseksi tarkastellaan tätä ennen myös yleisesti johdon palkitsemista yhtiöoikeuden näkökulmasta.

2 YHTIÖN EDUSTA JA VALTASUHTEISTA

2.1 Yhtiön ja osakkeenomistajien edusta

2.1.1 Yleistä

Osakeyhtiöoikeudellisia fidusiaarisia velvollisuuksia tarkasteltaessa on ensin tarpeen kysyä, mitä etua niillä suojataan. Fidusiaarisuhteissa fidusiaarille asetettavien velvollisuuksien tarkoituksena on pohjimmiltaan fidusiantin etujen suojaaminen.³⁵ Olennaista on nähdäkseni siten kysyä, mitä henkilötahoja velvollisuuksilla suojataan. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että määräävän osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet merkitsisivät tälle asetettua velvollisuutta kohdella muita osakkeenomistajia yhdenvertaisesti ja toimia heitä kohtaan lojaalisti. Tulkinnan taustalla on OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislauseke, jonka mukaan yhtiökokous tai yhtiön johto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka

tutkielman kannalta erityisen mielenkiintoista *de lege ferenda* -keskustelua. Ks. etenkin Anabtawi – Stout 2008, s. 1255–1256.

³⁵ Cooter – Freedman 1991, s. 1045–1047.

on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.³⁶

Osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien suojakohteen määrittelyssä olisi nähdäkseeni kuitenkin hyödyllistä tarkastella ensin myös johdon fidusiaarisia velvollisuuksia (OYL 1:8) ja niiden suojakohdetta. OYL 1:8:ssä on asetettu johdon tehtäväksi huolellisesti toimien edistää *yhtiön etua*. Oikeuskirjallisuudessa on tähän liittyen käyty varsin laajasti keskustelua siitä, miten yhtiön etu tulisi määritellä, ja kenen etua yhtiön johdon tulisi tässä ominaisuudessaan edistää.³⁷ Yhtiön edulla on myös kytkentä edellä käsiteltyyn yhdenvertaisuusperiaatteeseen. OYL 1:7:n voidaan ajatella osaltaan tarkentavan yhtiön edun käsitettä johdon lojaliteettivelvollisuuden kohteena.³⁸ Säännösten voidaan myös ajatella ilmentävän johdon lojaliteettivelvollisuuden eri ulottuvuuksia. OYL 1:8:ssä asetettaisiin tältä osin johdolle velvollisuus aktiivisesti toimien edistää yhtiön etua (*positiivinen ulottuvuus*). Tätä täydentäisi OYL 1:7:n 2. virkkeen kielto tehdä päätös tai ryhtyä toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella (*negatiivinen ulottuvuus*).³⁹ Yhtiön etu ja yhdenvertaisuusperiaate voivat tosin joissain tilanteissa olla myös keskenään ristiriidassa.⁴⁰ Säännösten välistä suhdetta ei ole kuitenkaan nähdäkseeni tässä yhteydessä tarkoituksenmukaista käsitellä tarkemmin.

2.1.2 Yhtiön edun käsitteestä

Yhtiön edun määrittelemiseksi on esitetty kolme perusvaihtoehtoa. Yhtiön edun voidaan hahmottaa tarkoittavan osakkeenomistajien etua (*shareholder primacy*), yhteiskunnan ja sidosryhmien etua (*stakeholder approach*) tai yrityksen etua. Näkökulmien painoarvo on vaihdellut eri aikoina.⁴¹ Suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on vallinnut varsin laaja konsensus siitä, että johdon tehtävänä on viime kädessä edistää kaikkien osakkeenomistajien etua.⁴²

³⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 414.

³⁷ Esimerkiksi Pönkä 2013a, s. 21–34 on tarkastellut hiljattain yleisesti aihetta koskevaa keskustelua.

³⁸ Mähönen 1998, s. 241 ja Pönkä 2012, s. 236.

³⁹ Lautjärvi 2017, s. 57. Ks. myös Lautjärvi 2015, s. 70–71, Laine 2012, s. 99–100 ja Laine 2016, s. 86.

⁴⁰ Liiketoimintapäätösten osalta ristiriitaa tuskin voi syntyä, vaan tältä osin toiminnan tarkoituksen periaate edellyttää myös yhdenvertaisuusperiaatteen noudattamista. Ristiriitoja voi kuitenkin syntyä yhtiön sisäisiin päätöksiin, kuten varojenjakoan liittyen. Tällaiset päätökset ovat lähtökohtaisesti aina toiminnan tarkoituksen mukaisia (esimerkiksi osingonjako on jo määritelmällisesti voiton tuottamista osakkeenomistajille), mutta niiden yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisuus on arvioitava tapauskohtaisesti. Ks. Pönkä 2013b, s. 215–222. Yhtiön edun, yhdenvertaisuusperiaatteen ja suunnattuun osakeantiin liittyvän painavan taloudellisen syyn vaatimusta (OYL 9:4) on käsitelty myös enakkopäätöksessä KKO 2018:19.

⁴¹ Mäntysaari 2016, s. 166.

⁴² Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 321–322; Airaksinen ym. 2018a, s. 53–56, Kyläkallio ym. 2017a, s. 11–12, 19–21, Pönkä 2012, s. 321–323.

Yhtiön etu toisin sanoen samaistetaan osakkeenomistajien etuun.⁴³ Tätä on myös puollettu osakeyhtiölain esitöissä, joiden mukaan toimiminen yhtiön edun mukaisesti merkitsee yhtiön johdolle asetettua lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja viimekädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Yhtiön edun mukaan toimiminen sisältää edelleen toimimisen yhtiön tarkoituksen mukaisesti.⁴⁴ Osakkeenomistajien etua korostavaa tulkintaa puoltaa siten myös OYL 1:5, jonka mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.⁴⁵ Jos johto on toiminut yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaisesti, se on yleensä täyttänyt myös lojaliteettivelvollisuutensa.⁴⁶

Yhtiön edun käsitteelle on oikeuskirjallisuudessa todetusti esitetty myös vaihtoehtoisia määritelmiä. Esimerkiksi *Toiviainen* painottaa yhteiskunnan ja yhtiön muiden sidosryhmien etujen edistämistä osakeyhtiön toiminnassa sen lisäksi, että osakeyhtiö tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen.⁴⁷ Esimerkiksi *Mäntysaari* on puolestaan katsonut, että yhtiön johdon tulee edistää yrityksen itsensä etua.⁴⁸ *Toiviaisen* esittämä malli ei saa nähdäkseni kuitenkaan riittävää tukea osakeyhtiölaista. Osakeyhtiöiden lakisääteinen yhteiskuntavastuu rajoittuu erityislainsäädännön vaatimuksiin.⁴⁹ Yhteiskuntavastuunäkökohtien omaksumista johdon fidusiaarisia velvollisuuksia koskevan säännöksen tulkintaan voidaan siten nähdäkseni lähinnä pohtia *de lege ferenda*.⁵⁰ Pidän myös *Mäntysaaren* näkemystä ongelmallisena, koska nähdäkseni yrityksen etua on mahdotonta määritellä irrallaan yhtiön tosiasiallisten sidosryhmien eduista.⁵¹ Osakkeenomistajakeskeisyyden periaatteesta luopumiseen liittyy myös riski johdon aseman liiallisesta vahvistumisesta.⁵² Katson, että yhtiön etu on samaistettava osakkeenomistajien etuun. Tätä voidaan perustella etenkin osakkeenomistajien riskin residuaalisella luonteella. Koska osakkeenomistajien maksunsaantiasema on alisteinen yhtiön kaikille

⁴³ Pönkä 2013b, s. 34.

⁴⁴ HE 109/2005 vp, s. 41.

⁴⁵ Ks. Mähönen 1998, s. 239. Esitöiden mukaan johdon huolellisuuden ja yhtiön edun mukaisuuden arvioinnissa kiinnitetään huomiota johdon tehtäviin (OYL 6 luku) sekä yhtiön toiminnan tarkoitukseen (OYL 1:5). Ks. HE 109/2005 vp, s. 40.

⁴⁶ Airaksinen ym. 2018a, s. 53.

⁴⁷ Toiviainen 2004, s. 432–435.

⁴⁸ Mäntysaari 2013, s. 594.

⁴⁹ Yhteiskuntavastuuta toteuttaa muun muassa työ-, ympäristö-, kilpailu-, vero- ja rikoslainsäädäntö. Pönkä 2013a, s. 27.

⁵⁰ Stakeholder-näkemystä kohtaan on tosin esitetty varsin kovaa kritiikkiä esimerkiksi rahoitusteorian näkökulmasta. Ks. Vahtera 2011, s. 149–150.

⁵¹ Osakeyhtiötä voidaan pitää lähinnä markkinapaikkana, jossa yrityksen sidosryhmät ja näiden intressit kohtaavat. Ks. Pönkä 2013a, s. 23.

⁵² Osakkeenomistajakeskeisen mallin yhtenä etuna on, että johdon velvollisuudet määritellään siinä varsin tarkasti. Jos yhtiön edun käsite on liian monitulkintainen, seurauksena on helposti tosiasiallisen vain johdon aseman vahvistuminen osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien kustannuksella. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 336.

muille etutahoille, ja osakkeenomistajien sijoittaman pääoman tuotto on sidottu yhtiön tulokseen, heillä on suurimmat kannustimet lisätä yhtiön tuloksellisuutta.⁵³

2.1.3 Osakkeenomistajien edun käsitteestä

Ajatukseen kaikkien osakkeenomistajien yhteisestä edusta johdon lojaliteettivelvollisuuden kohteena liittyy kuitenkin käytännön soveltamistilanteissa merkittäviä ongelmia. Osakkeenomistajat ovat yleensä heterogeeninen ryhmä, joiden edut ja sijoitustavoitteet yhtiössä ovat keskenään erilaisia. Tämä voi johtua ensinnäkin osakkeiden erilaisuudesta.⁵⁴ Osakkeenomistajien yksilölliset sijoitustavoitteet voivat kuitenkin poiketa toisistaan merkittävästi, vaikka heidän osakeomistuksensa koostuisi samanlaisista osakkeista. Sijoitukset voivat olla esimerkiksi luonteeltaan spekulatiivisia tai strategisia ja lyhyt- tai pitkäaikaisia.⁵⁵ Tietyn sijoituksen suhteellinen osuus osakkeenomistajan sijoitusportfoliossa voi myös vaihdella.⁵⁶

Ongelmaksi muodostuu se, miten kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun käsite tulisi määritellä, jos osakkeenomistajien todelliset edut ovat keskenään erilaisia ja mahdollisesti ristiriitaisia. Tulkintaa ohjaa periaate, ettei johto saa toimia pelkästään tietyn osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaryhmän etujen mukaisesti.⁵⁷ Osakkeenomistajien etu on siten käytännössä mahdollista määritellä vain eräänlaisena hypoteesina tai fiktiona, joka poikkeaa yhtiön todellisten osakkeenomistajien subjektiivisista eduista.⁵⁸ Yhtiöoikeuskeskustelussa vallitseva konsensus on, että osakkeenomistajien etu tulee määritellä osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimoinniksi vallitsevissa liiketoimintaolosuhteissa.⁵⁹

Tältä osin on tarkasteltava yhtiön koko toiminta-ajalta odotettavissa olevia tuottoja.⁶⁰ Yhtiön toiminta-aikana on puolestaan pidettävä toiminnan jatkuvuuden periaatteen (*going concern*)

⁵³ Ks. Pönkä 2013a, s. 25–26 ja Vahtera 2011, s. 154–156.

⁵⁴ Tällöin osakkeiden tuottamien varallisuus oikeuksien erot voivat osakkeenomistajien etujen eriytymiseen esimerkiksi osingonjaon osalta. Ks. Lautjärvi 2017, s. 104.

⁵⁵ Lyhytaikaisessa sijoituksessa pyrkimyksenä on nopea arvonnousu ja sen realisointi, keskipitkässä sijoituksessa pidemmän aikavälin arvonnousu sekä yleensä myös osinkotuotto ja pitkäaikaisessa sijoituksessa arvonnousu sekä osinkotuotto mahdollisesti yhdistettynä synergiaetujen saavuttamiseen. Ks. Timonen 1997, s. 167.

⁵⁶ Ibid.

⁵⁷ Periaate on vahvistettu selkeästi osakeyhtiölain esitöissä. Vain tietyn osakkeenomistajan etujen mukaisesti toimiminen ei ole sallittua silloinkaan, kun hallituksen jäsen on nimetty tämän osakkeenomistajan toimesta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 41.

⁵⁸ Lautjärvi 2017, s. 104.

⁵⁹ Voiton tuottamista osakkeenomistajille voidaan lähestyä heidän saamansa varojenjakovirran tai osakkeen arvonnousun kautta. Kummassakin tapauksessa on kyse osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimoimisesta vallitsevissa liiketoimintaolosuhteissa. Sijoitusten nykyarvo voidaan teoreettisesti määritellä tuottoarvona eli sijoituksesta varojenjakona ja arvonnousuna seuraavien tuottojen nykyarvona diskontattuna yhtiön koko toiminta-ajalta. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 384.

⁶⁰ Mähönen 1998, s. 239.

mukaisesti toiminnan jatkumista toistaiseksi. Toiminnan jatkuvuuden periaatteesta on säädetty kirjanpitolain (1336/1997 muutoksineen, jäljempänä "KPL") 3:3.1:n 1. kohdassa. Voiton tuottamisessa korostuu siten pitkän aikavälin näkökulma.⁶¹ Esitettyä mallia on toisaalta kritisoitu esimerkiksi sillä perusteella, ettei ajatus osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimoinnista ratkaisisi osakkeenomistajien yhteisen edun määrittelyn ongelmaa. Tulevien tuottojen diskonttaukseen liittyy epävarmuustekijöitä ja subjektiivisia olettamuksia, ja epätäydellisestä informaatiosta johtuen osakkeenomistajat voivat olla perustellusti eri mieltä parhaasta tavasta maksimoida sijoitusten nykyarvoa.⁶² Nähdäkseni ongelma on kuitenkin hallittavissa sillä, että johto huolellisuusvelvollisuutensa mukaisesti arvioi, mitkä toimet parhaiten edistävät osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimoinnin tavoitetta. Katson siten, että osakkeenomistajien edun käsite tulee määritellä osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimoinniksi siten, että arvioinnissa tarkastellaan pitkän aikavälin tuottoja.

2.2 Päämies-agenttisuhteista

2.2.1 Päämies-agenttiteoria

Osakeyhtiömuoto mahdollistaa omistuksen ja vallan eriytymisen, jolloin taloudellinen intressi yhtiövarallisuuteen ja valta yhtiössä eivät enää välttämättä liity toisiinsa.⁶³ Osakeyhtiöissä voi siten syntyä eturistiriitoja etenkin johdon ja osakkeenomistajien välillä. Nämä intressiristiriidat ovat synnyttäneet corporate governance -tutkimuksessa päämies-agenttiteorian⁶⁴ tunnetun keskustelun päämies-agenttisuhteista ja agentti- tai valvontaongelman optimaalisesta ratkaisemisesta.⁶⁵ Päämies-agenttisuhteella tarkoitetaan sopimussuhdetta, jossa agentti ottaa huolehdittavakseen tietyn tehtävän suorittamisen päämiehensä puolesta. Osapuolet sopivat sopimuksen tavoitteista, mutta sen toteuttamiseksi vaadittavat toimet jäävät agentin huolehdittavaksi.⁶⁶

⁶¹ Airaksinen ym. 2018a, s. 30. Voiton tuottamisen arvioimista pitkällä aikavälillä korostetaan myös osakeyhtiölain esitöissä, ks. HE 109/2005 vp, s. 39.

⁶² Lautjärvi 2017, s. 108.

⁶³ Omistuksen ja vallan eriytymisen tematiikan nostivat yritystaloustieteen ja corporate governance -keskustelun keskiöön yhdysvaltalainen juristi Adolf Berle ja taloustieteilijä Gardiner Means. Heidän havaintonsa liittyy olennaisesti pörssi-yhtiöiden omistusrakenteen hajautumiseen, jonka seurauksena on yksittäisten osakkeenomistajien valta-aseman heikkeneminen, ja johdon aseman vahvistuminen. Ks. Berle – Means 1933, s. 47–125. Hajautuneen omistusrakenteen yhtiöitä kutsutaankin vakiintuneesti Berle & Means -yhtiöiksi.

⁶⁴ Päämies-agenttiteorian osana yrityksen teoriaa ovat kehittäneet yhdysvaltalaiset taloustieteilijät Michael C. Jensen ja William H. Meckling. Ks. Jensen – Meckling 1976, s. 305–360.

⁶⁵ Timonen 2000, s. 48–51 ja 77–78.

⁶⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 341–342.

Ongelmaksi muodostuu tällöin, miten agentti saadaan toimimaan päämiehen edun mukaisesti.⁶⁷ Ongelma juontuu etenkin päämiehen ja agentin välisestä informaatioepätasapainosta. Agentilla on yleensä päämiestä paremmat tiedot sopimukseen liittyvistä seikoista, joten päämiehen on vaikea arvioida agentin suorituksen laatua ja sopimuksenmukaisuutta. Agentilla on siten lähtökohtaisesti kannustin toimia opportunistisesti. Jottei agentin suorituksen arvo laskisi päämiehen näkökulmasta, päämiehen on suoraan tai epäsuorasti valvottava agentin toimintaa. Tästä puolestaan seuraa päämiehelle niin sanottuja agenttikustannuksia, joita pyritään yleensä vähentämään sääntelyn avulla sekä sopimusteknisin keinoin.⁶⁸

Osakeyhtiössä katsotaan vakiintuneesti olevan kolme merkittävää päämies-agenttisuhdetta: 1) johdon ja osakkeenomistajien välinen suhde, 2) enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välinen suhde ja 3) yhtiön ja velkojien välinen suhde.⁶⁹ Osakkeenomistajien riskin kannalta olennaisimpia ovat johdon ja osakkeenomistajien sekä enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien väliset päämies-agenttisuhteet.⁷⁰ Seuraavassa käsitellään siten tarkemmin näitä päämies-agenttisuhteita.

2.2.2 *Johdon ja osakkeenomistajien välisestä päämiesagentti-suhteesta*

Osakeyhtiön osakkeenomistajien ja johdon välinen suhde täyttää päämies-agenttiteorian mukaisen päämies-agenttisuhteen määritelmän puhtaimmillaan.⁷¹ Tämä liittyy juuri omistuksen ja vallan eriytymiseen osakeyhtiössä. Intressiristiriitoja aiheuttaa tässäkin päämies-agenttisuhteessa etenkin osapuolten informaatioepätasapaino.⁷² Johdon ja osakkeenomistajien erilaiset riskipositiot ovat myös omiaan tuottamaan eturistiriitoja näiden välillä. Johto ei voi esimerkiksi lähtökohtaisesti hajauttaa riskiään työskentelemällä useassa yhtiössä vastaavalla tavalla kuin osakkeenomistajat voivat portfolioteorian⁷³ mukaisesti hajauttaa osakeomistuksensa. Johdon jäsenen toimeentulo on siten osakkeenomistajia kiinteämmin sidottu yhtiön

⁶⁷ Olettaen, että sopimuksen molemmat osapuolet pyrkivät maksimoimaan oman etunsa, agentti ei välttämättä lähtökohtaisesti toimi päämiehensä etujen mukaisesti. Ks. Jensen – Meckling 1976, s. 308.

⁶⁸ Agentin opportunistinen toiminta voi ilmetä yhtäältä agentin työpanoksen määrän ja laadun vähentämisenä sekä toisaalta päämiehelle kuuluvan varallisuuden ohjaamisena agentille itselleen. Ks. Armour ym. 2017a, s. 29–31.

⁶⁹ Ibid.

⁷⁰ Vahtera 2011, s. 56.

⁷¹ Jensen – Meckling 1976, s. 309.

⁷² Informaatioepätasapaino johtuu yhtäältä kätketystä informaatiosta eli siitä, että johdolla on informaatiota, joka ei ole osakkeenomistajien tiedossa ja toisaalta kätketystä käyttäytymisestä eli siitä, että osakkeenomistajat eivät pysty havaitsemaan, toimiiko johto heidän etujensa mukaisesti. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 342–344.

⁷³ Portfolioteorian mukaan sijoittaja voi maksimoida tuottoonsa suhteessa riskitasoon rakentamalla useasta sijoituskohteesta koostuvan portfolion sen sijaan, että keskittäisi sijoituksensa yhteen kohteeseen. Ks. Markowitz 1952, s. 77–91.

menestymiseen, minkä vuoksi johdolla on kannustimet olla ottamatta osakkeenomistajien edun kannalta riittävän suuria liiketoimintariskejä.⁷⁴

Etenkin yhtiön omistusrakenne vaikuttaa käytännössä johdon ja osakkeenomistajien välisen päämies-agenttisuhteen merkitykseen osakkeenomistajien asemalle. Osakkeenomistajien mahdollisuudet tai kannustimet osallistua johdon toiminnan valvomiseen ovat tyypillisesti vähäisiä varsinkin hajautuneen omistusrakenteen yhtiöissä. Tällöin johdon asema muodostuu varsin itsenäiseksi osakkeenomistajiin nähden.⁷⁵ Keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä puolestaan merkittävillä osakkeenomistajilla on sekä keinot että riittävät kannustimet valvoa johdon toimintaa. Tällöin tosiasiallinen valta yhtiössä keskittyy johdon sijaan yhdelle tai muutamalle kontrollivaltaa käyttävälle osakkeenomistajalle, jotka ovat edustettuna yhtiön hallituksessa tai käyttävät muuten vaikutusvaltaa hallituksen toiminnan suhteen.⁷⁶ Keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä johdon ja osakkeenomistajien välinen päämies-agenttiongelman lievenee. Enemmistöosakkeenomistajien ja muiden osakkeenomistajien välinen päämies-agenttisuhte sitä vastoin kärjistyy.⁷⁷

2.2.3 *Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisestä päämies-agenttisuhteesta*

Myös enemmistö- tai määräävän osakkeenomistajan ja muiden osakkeenomistajien välillä vallitsee todetusti päämies-agenttisuhte. Tarkalleen ottaen osakkeenomistajien välille voidaan hahmottaa päämies-agenttisuhte kaikissa tilanteissa, joissa tietty osakkeenomistaja tai osakkeenomistajaryhmä voi käyttää päätösvaltaa⁷⁸ sellaisten asioiden suhteen, joilla on vaikutus kaikkien osakkeenomistajien asemaan yhtiössä.⁷⁹ Tämän päämies-agenttisuhteen merkitys korostuu kuitenkin luonnollisesti keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä, jolloin yhtiössä on määräysvaltaa käyttävä osakkeenomistaja. Kontrolliomistuksessa on käytännössä kyse siitä, että yhtiön johto nauttii määräävän osakkeenomistajan luottamusta ja toteuttaa

⁷⁴ Pönkä 2012, s. 92–93.

⁷⁵ Hajautuneen omistusrakenteen yhtiöissä osakkeenomistajat ovat puolestaan tyypillisesti keskenään varsin tasavertaisessa asemassa. Ks. Vahtera 2011, s. 121.

⁷⁶ Keskittyneen omistusrakenteen yhtiöiden on havaittu olevan kansainvälisesti selvästi hajautuneen omistusrakenteen yhtiöitä yleisempiä. Hajautuneen omistusrakenteen yhtiöt ovat yleisiä lähinnä Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa, kun taas esimerkiksi Manner-Euroopassa keskittynyt omistusrakenne on yleisempi. Ks. La Porta ym. 1999, s. 474, 491–498 ja 511–513.

⁷⁷ Vahtera 2011, s. 120–122.

⁷⁸ Vähemmistöosakkeenomistajien valta-asema voi perustua riittävään vähemmistöön yhdistettynä esimerkiksi valtakirjoihin. Tällainen valta on kuitenkin epästabiilia, ja sitä voidaan horjuttaa esimerkiksi muiden vähemmistöosakkeenomistajien yhteistyöllä. Ks. Timonen 2000, s. 76.

⁷⁹ Armour ym. 2017a, s. 30.

yhtiötä koskevassa päätöksenteossa tämän intressejä tämän haluamalla tavalla. Mitä riippuvaisemmaksi johto tulee määräävästä osakkeenomistajasta, sitä merkittävämmäksi tämä päämies-agenttiongelma muodostuu. Määräävä osakkeenomistaja voi tällöin käyttää valta-asemaansa väärin muiden osakkeenomistajien kustannuksella.⁸⁰ Ongelma seuraa informaatioepätasapainosta ja osakkeenomistajien intressien keskinäisestä erilaisuudesta.⁸¹

Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajan käsitteet ovat Suomen oikeudessa jossain määrin tulkinnanvaraisia. Käsitteitä ei ole esimerkiksi määritelty osakeyhtiölaissa.⁸² KPL 1:5:ssä on sen määritelty määräysvallan käsite kirjanpidossa.⁸³ Enemmistöosakkeenomistajan käsite on yleensä määritelty enemmistöperiaatteen (OYL 1:6) sisältämän määräysvallan käsitteen kautta. Enemmistöosakkeenomistajana pidetään osakkeenomistajaa, joka pystyy osakeomistuksensa tai sopimusperusteisen järjestelyn perusteella tekemään yksinkertaista enemmistöä edellyttävän päätöksen yhtiökokouksessa. Vähemmistöosakkeenomistajia ovat vastaavasti kaikki muut osakkeenomistajat.⁸⁴

Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajan määritelmiä voidaan pitää etenkin laajemman omistajapiirin yhtiöissä varsin tilannesidonnaisina. Asiaan vaikuttavat muun muassa yhtiön omistusrakenne, erilaiset määräysvallansäätelymekanismit⁸⁵, osakeyhtiölakiin ja yhtiöjärjestykseen mahdollisesti sisältyvät tiukennetut päätöksentekovaatimukset sekä osakkeenomistajien osallistumis- ja äänestysaktiivisuus yhtiökokouksessa. Etenkin hajautuneen omistusrakenteen yhtiöissä saattaa olla paljon osakkeenomistajia, jotka eivät osallistu yhtiökokoukseen tai käytä äänioikeuttaan yhtiökokouksessa. Enemmistövalta saattaa tosiasiallisesti kuulua sellaiselle osakkeenomistajalle tai osakkeenomistajaryhmälle, joka ei pidä hallussaan läheskään 50 prosenttia yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä.⁸⁶

⁸⁰ Vahtera 2011, s. 122–123.

⁸¹ Osakkeenomistajien heterogeenisten intressien tematiikkaa on käsitelty edellä luvussa 2.1.3.

⁸² Osakeyhtiölaissa on tosin yksittäisiä vähemmistösuojasäännöksiä, jotka antavat määritellyissä erityistapauksissa tietyn osakemäärän omistavalle henkilöllä oikeuden vaatia tiettyä toimenpidettä. Näistäkään säännöksistä ei ole silti pääteltävissä mitään yleisluontoista enemmistö- tai vähemmistöosakkeenomistajan määritelmää.

⁸³ Oikeuskirjallisuudessa KPL 1:5:n määritelmää on hyödynnetty esimerkiksi määräävän osakkeenomistajan fidusiaristen velvollisuuksien soveltamisalan määrittelyssä. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 413.

⁸⁴ Pönkä 2012, s. 100–102. Samansuuntaisesti myös Timonen 1997, s. 240.

⁸⁵ Tällaisia ovat esimerkiksi yhtiöjärjestysmääräykset äänilajeista ja -leikkureista. Ks. Kaisanlahti 1998, s. 69–129.

⁸⁶ Pönkä 2012, s. 101.

2.3 Osakkeenomistajan itsekkyys oikeudesta

2.3.1 Osakkeenomistajan oikeus ajaa omaa etua

Yleisesti hyväksytyn periaatteen mukaan osakkeenomistajat ovat varallisuuttaan maksimoivia henkilöitä, eivätkä johdon tavoin yhtiöön palkattuja agentteja.⁸⁷ Osakkeenomistajilla katsotaan siten yleisesti olevan niin sanottu *itsekkyysoikeus*. Tällä tarkoitetaan sitä, että osakkeenomistaja saa lähtökohtaisesti esimerkiksi yhtiökokouksessa käyttää äänioikeuttaan itsekkäästi.⁸⁸ Tässä suhteessa osakkeenomistajan oikeusasema poikkeaa huomattavasti esimerkiksi johdon asemasta. Johdon nimenomaisena tehtävänä on OYL 1:8:n nojalla huolellisesti toimien edistää yhtiön etua.⁸⁹

Osakkeenomistajille ei ole sen sijaan asetettu osakeyhtiölaissa yleisiä velvollisuuksia yhtiötä tai toisia osakkeenomistajia kohtaan. Osakkeenomistajan itsekkyys oikeutta rajaa yleisellä tasolla lähinnä OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislauseke. Itsekkyys oikeus on vahvistettu selkeästi vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä, joiden mukaan osakkeenomistajilla on oikeus pitää ensisijaisena tavoitteenaan omien etujensa edistämistä.⁹⁰ Itsekkyys oikeudella on myös yhteys rajoitetun vastuun periaatteeseen (OYL 1:2).⁹¹ OYL 1:2:n nojalla osakkeenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti yhtiön velvoitteista. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä osakkeenomistajan velvollisuudesta suorittaa erityisiä maksuja yhtiölle.⁹²

Osakkeenomistajan itsekkyys oikeuden taustalla on osakeyhtiömuotoon liittyvä tavoite edistää taloudellista kehitystä tarjoamalla ulkonaiset puitteet riskipääoman hankkimiseksi yleisiltä pääomamarkkinoilta.⁹³ Osakkeenomistajien oikeusaseman rasittaminen erinäisillä velvoitteilla lisäisi osakeomistukseen liittyviä kuluja ja riskiä. Tällöin osakkeenomistajat vaativat sijoitukselleen vastaavasti suuremman tuoton.⁹⁴ Osakkeenomistajan itsekkyys oikeuden rajoittamisella olisi siten lähtökohtaisesti yritysten pääomakustannuksia korottava vaikutus.

⁸⁷ Tämä erottelu johdon ja osakkeenomistajien oikeusaseman välillä soveltuu ainakin sellaisiin osakeyhtiöihin, joissa omistus ja johto on eriytynyt.

⁸⁸ Nyström 2016, s. 240–241.

⁸⁹ Pönkä 2012, s. 236–237.

⁹⁰ HE 27/1977 vp, s. 111.

⁹¹ Ks. HE 27/1977 vp, s. 111: "Osakkeenomistajilla on oikeus pitää ensisijaisena tavoitteenaan omien etujensa edistämistä. He eivät liioin vastaa yhtiön sitoumuksista."

⁹² Tarkalleen ottaen osakkeenomistaja ei lähtökohtaisesti ole siis lainkaan vastuussa yhtiön velvoitteista. Rajoitetun vastuun käsite viittaa siihen, että osakkeenomistaja vastaa yhtiön veloista vain sijoittamallaan pääomalla. Käsitettä voidaan pitää tältä osin jossain määrin epätarkkana, koska osakkeenomistajan ei ole aina välttämättä tarvinnut tehdä tosiasiallista sijoitusta yhtiöön. Ks. Airaksinen ym. 2018a, s. 16.

⁹³ Tavoite ilmenee selvästi vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöistä. Ks. HE 27/1977 vp, s. 5.

⁹⁴ Mäntysaari 2002, s. 82.

Osakkeenomistajan itsekkyys oikeus on kuitenkin jossain tapauksissa ristiriidassa enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajan päämies-agenttiongelmia korostavan näkökulman kanssa.⁹⁵ Tältä osin on hahmotettavissa tarve suojata vähemmistöosakkeenomistajia enemmistöosakkeenomistajan toiminnalta, mikä puolestaan merkitsisi jälkimmäisen itsekkyys oikeuden rajoittamista. Vähemmistösijoituksen tekeminen yhtiöön ei ole mielekasta, ellei vähemmistöosakkeenomistaja saa riittäviä takeita siitä, ettei enemmistöosakkeenomistaja tai tämän nimittämä johto väärinkäytä määräysvaltaansa yhtiössä. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkiminen vähemmistösijoittajilta edellyttää siten käytännössä yhtiöltä riittäviä takeita, ettei enemmistöosakkeenomistaja väärinkäytä valta-asemaansa yhtiössä.⁹⁶ Määräävän osakkeenomistajan itsekkyys oikeuden laajalla tulkinnalla voisi siten paradoksaalisesti olla yritysten pääomakustannuksia korottava vaikutus. Tällaista tulkintaa olisi nähdäkseni pidettävä osakeyhtiölainsäädännön tavoitteiden vastaisena.⁹⁷

Osakeyhtiöoikeuden vähemmistösuojajärjestelmä perustuu olennaisilta osin yhdenvertaisuusperiaattele (OYL 1:7). Tämän lisäksi osakeyhtiölaissa on yksittäisiä, kasuistisia vähemmistösuojasäännöksiä.⁹⁸ Yhdenvertaisuusperiaate normittaa juuri enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välistä päämies-agenttisuhdetta. Periaatteen tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia sellaiselta enemmistöosakkeenomistajien opportunisteilta, joka ei edistä yhtiön eli sen kaikkien osakkeenomistajien etua.⁹⁹ Yhdenvertaisuusperiaatteen ja osakeyhtiölain kasuististen vähemmistösuojasäännösten on yleisesti tunnustettu merkitsevän lakisääteistä rajoitusta osakkeenomistajan itsekkyys oikeuteen.¹⁰⁰

Epäselvää sen sijaan on, koskeeko osakkeenomistajan itsekkyys oikeutta mainittujen vähemmistösuojasäännösten sanamuotoa pidemmälle meneviä rajoituksia. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että määräävän osakkeenomistajan ja muiden osakkeenomistajien välillä vallitsisi vastaavanlainen *fidusiaarisuhde* kuin johdon ja osakkeenomistajien välillä OYL 1:8:n

⁹⁵ Ks. jälkimmäisestä näkökulmasta esim. Armour 2017a, s. 30–31.

⁹⁶ Toisaalta voitaisiin harkita vähemmistösuojan jättämistä osapuolten keskenään sovittavaksi. Vähemmistösuojan toteuttamista lainsäädännöllä puoltaa kuitenkin etenkin transaktiokustannusten minimoimisen tavoite. Ks. Pönkä 2012, s. 99 ja 103.

⁹⁷ Yksi osakeyhtiömuodon tärkeimmistä tavoitteista on todetusti edistää taloudellista kehitystä tarjoamalla ulkonaiset puitteet riskipääoman hankkimiseksi yleisiltä pääomamarkkinoilta. Ks. HE 27/1977 vp, s. 5.

⁹⁸ Pönkä 2012, s. 148–149.

⁹⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 353–354.

¹⁰⁰ Ks. esim. Savela 2015, s. 204. Esitöiden mukaan osakkeenomistajan itsekkyys oikeudella ei voida esimerkiksi perustella osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuun rajoittamista, kun kyse on osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastaisesta menettelystä. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31.

nojalla. Tätä suhdetta olisi tarkasteltava samojen fidusiaarisuhdetta koskevien periaatteiden mukaan kuin johdon ja osakkeenomistajien välistä suhdetta. Määräävällä osakkeenomistajalla on esitetty olevan *fidusiaarisia velvollisuuksia*, jotka viimesijaisena sääntönä hillitsisivät tämän opportunistia vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan näiden välisessä päämies-agenttisuhteessa.¹⁰¹ Ajatusta on toisaalta kritisoitu osakeyhtiölakiin ja oikeuskäytäntöön perustumattomana.¹⁰² Kysymykseen palataan tarkemmin jäljempänä.

3 OSAKKEENOMISTAJAN FIDUSIAARISISTA VELVOLLISUUKSISTA

3.1 Johdanto

Seuraavassa käsitellään tarkemmin osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöä voimassaolevassa oikeudessa. Osakeyhtiölaissa ei ole nimenomaista säännöstä osakkeenomistajan yleisistä velvollisuuksista yhtiötä tai toisia osakkeenomistajia kohtaan. Osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet voitaisiin kuitenkin konstruoida tulkitsemalla etenkin johdon fidusiaarisia velvollisuuksia (OYL 1:8) ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta (OYL 1:7) koskevia säännöksiä.¹⁰³ Aiheen käsittely on siten nähdäkseni tarpeen aloittaa mainittujen säännösten yleisellä tarkastelulla. Johdon fidusiaaristen velvollisuuksien osalta käsitellään lisäksi Yhdysvaltain oikeuden sisältöä sekä fidusiaarisuhteen käsitteen että velvollisuuksien tarkemman sisällön osalta.¹⁰⁴

Tämän jälkeen käsitellään tarkemmin kysymystä osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista. Oikeustila on tältä osin varsin epäselvä ja kiistanalainen. Katson, että tämän vuoksi on tarpeen käsitellä varsin laajasti suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa aiheeseen liittyen esitettyjä ajatuksia. Tarkoituksena on tulkita ja systematisoida osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia koskevia yleisiä oppeja. Oikeustilan arvioinnissa huomioidaan myös etenkin osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuuta (OYL 22:2) sekä vaikutusvallan

¹⁰¹ Mähönen – Villa 2015, s. 370.

¹⁰² Ks. esim. Savela 2010, s. 11.

¹⁰³ Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 413–414.

¹⁰⁴ Johdon fidusiaariset velvollisuudet ovat angloamerikkalaisessa oikeudessa huomattavasti kehittyneemmät kuin Suomessa ja ne perustuvat myös selkeämmin päämies-agenttisuhteeseen. Tästä syystä katsottu angloamerikkalaista doktriinia on mielekästä hyödyntää myös OYL 1:8:n mukaisia velvollisuuksia tulkittaessa. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 372. Sivumäärärajoituksesta johtuen rajaan Yhdistyneen Kuningaskunnan oikeuden kuitenkin pitkälti tarkastelun ulkopuolelle. Tutkimuskysymyksen kannalta on nähdäkseni hyödyllisempää keskittyä Yhdysvaltain oikeuteen, koska määräävän osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet on selkeimmin tunnustettu juuri Yhdysvalloissa. Ks. esim. Laine 2012, s. 84.

väärinkäyttöön perustuvaa lunastusvelvollisuutta ja yhtiön purkamista (OYL 23 luku) koskevat säännökset. Lisäksi huomioidaan kytkennät yleisiin siviilioikeuden periaatteisiin, kuten sopimusoikeudelliseen lojaliteettiperiaatteeseen ja oikeuksien väärinkäytön kieltoon. Tulkinta-apuna hyödynnetään myös yhdysvaltalaista doktriinia määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista.

3.2 Johdon fidusiaarisista velvollisuuksista

3.2.1 *Fidusiaarisuhteen käsitteestä*

Fidusiaariset velvollisuudet (*fiduciary duties*) ovat common law -oikeusjärjestelmissä kehittynyt doktriini, joka on alun perin liittynyt näille oikeusjärjestelmille ominaiseen *trust*-instituutioon. Sittemmin doktriini on omaksuttu myös näiden maiden yhtiöoikeuteen ajatuksena yhtiön johdon fidusiaarisista velvollisuuksista. Tällöin sillä tarkoitetaan yleensä johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja yleensä myös osakkeenomistajia kohtaan.¹⁰⁵

Fidusiaariset velvollisuudet liittyvät fidusiaarisuhteeseen (*fiduciary relationship*). Fidusiaarisuhteen käsitteelle ei ole toistaiseksi esitetty yksiselitteistä määritelmää.¹⁰⁶ Fidusiaarisuhteessa on tyypillisesti kyse siitä, että fidusiantti (*beneficiary*) antaa fidusiaarille (*fiduciary*) oikeuden hallita osaa fidusiantin varallisuudesta ja tehdä näitä varoja koskien päätöksiä tämän puolesta.¹⁰⁷ Fidusiaarisuhde voi perustua lakiin tai oikeustoimeen, kuten sopimukseen.¹⁰⁸ Fidusiaarisuhteessa syntyy tarve varmistaa, että fidusiaari toimii fidusiantin etujen mukaisesti.¹⁰⁹ Fidusiantin kannalta olisi lähtökohtaisesti parasta, että fidusiaarin toimintaa säänneltäisiin yksityiskohtaisesti, jolloin varmistettaisiin, että tämä toimii fidusiantin etujen mukaisesti. Käytännössä fidusiaarisuhteille on kuitenkin ominaista fidusiaarin velvollisuuksien avoimuus. Esimerkiksi varainhoitoon ja yrityksen johtamiseen liittyy luonteensa puolesta merkittäviä riskejä ja epävarmuustekijöitä. Fidusiaarin velvollisuuksia ei olisi käytännössä mahdollista määritellä yksityiskohtaisesti ennalta. Fidusiaarin toiminnan jatkuva valvonta

¹⁰⁵ Johdon fidusiaariset velvollisuudet voivat joissain tilanteissa kohdistua myös muihin sijoittajiin kuin osakkeenomistajiin. Ks. Lautjärvi 2017, s. 63.

¹⁰⁶ Epäselvää on muun muassa milloin fidusiaarisuhde syntyy, minkälainen toiminta muodostaa fidusiaaristen velvollisuuksien rikkomuksen, ja mitkä ovat rikkomuksen oikeusseuraukset. Tyypillisiä esimerkkejä fidusiaarisuhteista ovat muun muassa edunvalvoja (*trustee*) - edunsaaja (*beneficiary*), agentti (*agent*) - päämies (*principal*), hallituksen jäsen (*corporate director/officer*) - yhtiö (*corporation*) ja yhtiömies (*partner*) - henkilöyhtiö (*partnership*). Yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä on kuitenkin korostettu, että fidusiaarisuhteet eivät rajoitu näihin tyyppiesimerkkeihin. Ks. Cooter – Freedman 1991, s. 1045–1046.

¹⁰⁷ Ibid.

¹⁰⁸ Mähönen – Villa 2015, s. 368.

¹⁰⁹ Dalley 2008, s. 303.

olisi puolestaan fidusiantille suhteettoman kallista. Fidusiaarisuhdetta on näistä ominaispiirteistä johtuen luontevaa tarkastella päämies-agenttiteorian näkökulmasta.¹¹⁰

Päämies-agenttiteorian näkökulmasta fidusiaariset velvollisuudet voidaan nähdä viimesijaisina sääntöinä, joilla pyritään hillitsemään agentin opportunistia päämiehen kustannuksella.¹¹¹ Fidusiaarisia velvollisuuksia voidaan pitää luontevana ratkaisuna tilanteeseen, jossa fidusiarin yksityiskohtaisista velvollisuuksista sopiminen *ex ante* on mahdotonta tai kohtuuttoman kallista. Oikeusjärjestys puuttuu tällöin osapuolten väliseen sopimukseen asettamalla fidusiaarille erityisiä yleisluontoisia velvollisuuksia, joilla pyritään paikkaamaan osapuolten alkuperäistä epätäydellistä sopimusta.¹¹² Fidusiaaristen velvollisuuksien tarkoituksena on yhtäältä luoda päämiehelle kannustimia antaa varallisuutensa agentin hoidettavaksi, ja toisaalta agentille toimia päämiehen etujen mukaisesti tämän varallisuutta hoitaessaan.¹¹³

Fidusiantti altistuu fidusiaarisuhteessa erilaisille väärinkäytösmuodoille, joista on hahmotettavissa kaksi tyyppitapausta. Ensinnäkin fidusiaari voi kavaltaa osan fidusiantin varoista. Toiseksi fidusiaari voi laiminlyödä fidusiantin varojen asianmukaisen hallinnoinnin. Oikeusjärjestys puuttuu näihin tyyppitapauksiin erilaisin säännöin. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ensin mainittuihin tapauksiin puututaan lojaliteettivelvollisuudella (*duty of loyalty*) ja jälkimmäisiin huolellisuusvelvollisuudella (*duty of care*).¹¹⁴

3.2.2 Johdon fidusiaariset velvollisuudet Yhdysvalloissa

Yhdysvalloissa yhtiöoikeussäätely on osavaltiotasoista.¹¹⁵ Oikeuskäytännöllä on myös merkittävä rooli yhdysvaltalaisessa yhtiöoikeudessa. Käytännössä suurin merkitys on Delawaren osavaltion yhtiölailla¹¹⁶ ja oikeuskäytännöllä, koska suurin osa yhdysvaltalaisista julkisista osakeyhtiöistä on rekisteröinyt kotipaikkansa kyseiseen osavaltioon.¹¹⁷ Yhdysvaltalai-

¹¹⁰ Cooter – Freedman 1991, s. 1046–1047. Myös osakeyhtiölain esitöissä on tunnustettu johdon fidusiaaristen velvollisuuksien kytkös päämies-agenttiteoriaan. Ks. HE 109/2005 vp, s. 41, jonka mukaan johdon asemassa voidaan nähdä piirteitä osakkeenomistajien asiamiehen asemasta ja asemanhuollosta, ja HE 109/2005 vp, s. 194, jonka mukaan yhtiön ja johdon suhde voidaan rinnastaa paljolti päämiehen ja asiamiehen suhteeseen.

¹¹¹ Mähönen – Villa 2015, s. 370.

¹¹² Easterbrook – Fischel 1993, s. 426, 436–437 ja 445–446.

¹¹³ Mähönen – Villa 2015, s. 370.

¹¹⁴ Cooter – Freedman 1991, s. 1047.

¹¹⁵ Osavaltioiden yhtiölakeja on tosin pyritty harmonisoimaan esimerkiksi malliyhtiölain keinoin. Ks. The Model Business Corporation Act (jäljempänä "MBCA"), joka on vaikuttanut useiden osavaltioiden yhtiölakeihin. Corporate governance -asioissa tärkeä merkitys on myös American Law Instituten julkaisemilla The ALI Principles of Corporate Governance -periaatteilla, joita sovelletaan tulkintaohjeena oikeuskäytännössä.

¹¹⁶ Ks. Delaware General Corporation Law (jäljempänä "DGCL").

¹¹⁷ Lautjärvi 2017, s. 69.

sessä ja etenkin johtavassa Delawaren osavaltion yhtiöoikeudessa johdon fidusiaariset velvollisuudet jaetaan todetusti huolellisuusvelvollisuuteen (*duty of care*) ja lojaliteettivelvollisuuteen (*duty of loyalty*).¹¹⁸ Seuraavassa tarkastellaan yhdysvaltalaisen oikeuden sisältöä pääasiassa Delawaren osavaltion oikeuden kautta.¹¹⁹

Yhdysvalloissa huolellisuusvelvollisuus määrittyy niin sanotun liiketoimintapäätösperiaatteen (*business judgment rule*) kautta.¹²⁰ Delawaren osavaltion oikeuskäytännössä on katsottu, että liiketoimintapäätösperiaate suojaa yritysjohtoa vastuulta, jos

- 1) kyseessä ei ole oikeustoimi henkilön itsensä kanssa eikä käsillä ole intressiristiriitaa,
- 2) hallitus todella käsittelee ja ratkaisee asian, eikä laiminlyö sitä,
- 3) hallituksen jäsenet hankkivat asianmukaisen tiedon ennen päätöksentekoa ja
- 4) hallituksen toimet eivät olleet täysin perusteettomia tai epärationaalisia.¹²¹

Liiketoimintapäätösperiaate on olettama siitä, että johto tekee liiketoiminnalliset päätökset riittävien tietojen pohjalta ja hyvässä uskossa katsoen, että päätös on yhtiön edun mukainen.¹²² Periaatetta soveltaessaan tuomioistuin ei arvioi liiketoimintapäätösten vaikutuksia, vaan pelkääntään niitä toimenpiteitä, joiden pohjalta johto päätyi ratkaisuun. Näyttötaakka liiketoimintapäätöksen rikkomisesta asetetaan sille, joka väittää johdon rikkoneen huolellisuusvelvollisuuttaan.¹²³ Johdon korvausvastuu syntyy kuitenkin liiketoimintapäätösperiaatteesta huolimatta, jos johto on toiminut tahallisesti tai törkeän huolimattomasti (*gross negligence*).¹²⁴ Liiketoimintapäätösperiaate ei myöskään anna suojaa toimivallan ylittävien (*ultra vires*) ja lainvastaisten päätösten osalta, eikä lojaliteettivelvollisuuden rikkomukselta.¹²⁵

¹¹⁸ Mähönen – Villa 2015, s. 371. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden keskinäinen suhde on tosin jossain määrin epäselvä. Ks. Nyström 2016, s. 132.

¹¹⁹ Tämä on nähdäkseni perusteltua myös Delawaren osavaltion rikkaan yhtiöoikeudellisen oikeuskäytännön vuoksi. Ks. Nyström 2016, s. 127.

¹²⁰ Mähönen – Villa 2015, s. 373. Periaatteen yksityiskohtainen sisältö vaihtelee osavaltioittain. Ks. Savela 2001, s. 23.

¹²¹ Macey – Miller 1988, s. 131. Liiketoimintapäätösperiaatteen osakriteerit on vahvistettu useasti Delawaren oikeuskäytännössä, ks. esim. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) ja *Brehm v. Eisner*, 746 A. 2d 244 (Del. 2000).

¹²² *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) ja *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985).

¹²³ Dennis 1992, s. 350–351. Näyttötaakasta ks. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) ja *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985). Jos liiketoimintapäätösperiaatteen antaman suojan poistava seikka on näytetty todeksi, näyttötaakka kuitenkin kääntyy ja johdon on osoitettava päätöksen olevan *entire fairness* -periaatteen mukainen. Ks. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).

¹²⁴ Mähönen – Villa 2015, s. 373. Ks. *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858, 874 (Del. 1985).

¹²⁵ Savela 2001, s. 24–25.

Liiketoimintapäätösperiaatteen olemassaoloa ja tarkoitusta on vakiintuneesti perusteltu etenkin sillä, ettei tuomioistuimilla ole riittävää asiantuntemusta arvioida liiketoiminnallisia ratkaisuja. Johdon laajan henkilökohtaisen vastuun on lisäksi katsottu voivan johtaa siihen, että yritysjohto tulisi liian varovaiseksi osakkeenomistajien riskipreferensseihin nähden. Vastuun pelko voisi myös vähentää lahjakkaiden henkilöiden halukkuutta toimia yritysten johdotehtävissä.¹²⁶ Näistä perinteisistä perusteluista poiketen on esitetty muun muassa, että liiketoimintapäätösperiaate ilmentäisi lähinnä markkinakontrollin ensisijaisuutta ja vastuusäännösten rajoitettua merkitystä yritysjohtoon toiminnan arvioinnissa.¹²⁷ Tätä näkemystä on toisaalta kritisoitu tarpeettoman jyrkkänä, koska siinä johdon toiminnan arviointi jätetään joko markkinoiden tai tuomioistuinten tehtäväksi. Markkinat kuitenkin usein epäonnistuvat yhtiössä tehtävien päätösten ja johdon toiminnan arvioinnissa, ja markkinakontrollin paremmuutta tuomioistuinkontrolliin nähden on vaikeaa todistaa empiirisesti.¹²⁸

Yhdysvaltalaisessa doktriinissa johdon lojaliteettivelvollisuus merkitsee puolestaan johdolle asetettua velvollisuutta toimia puolueettomasti ja tehdä päätöksiä omista henkilökohtaisista taloudellisista eduistaan riippumattomalla tavalla.¹²⁹ Johdon on hyvässä uskossa toimittava ainoastaan yhtiön ja osakkeenomistajien parhaaksi.¹³⁰ Johdolla ei saa olla käsiteltävässä asiassa merkittävää suoraa tai välillistä omaa etua ajettavanaan.¹³¹ Delawaren osavaltiossa tuomioistuimet arvioivat lojaliteettivelvollisuuden rikkomuksia *entire fairness* -periaatteen nojalla.¹³² Periaatteen nojalla tuomioistuin tutkii johdon tekemän päätöksen sisällön ja vaikutukset. Tämän perusteella tuomioistuin arvioi, oliko päätös oikeudenmukainen osakkeenomistajia kohtaan siitä huolimatta, että käsillä oli päätöksentekijän henkilökohtainen etu, intressikonflikti tai muu merkittävä rajoite puolueettomalle päätöksenteolle.¹³³

¹²⁶ Savela 2001, s. 21.

¹²⁷ Tuomarit joutuvat nimittäin käytännössä ottamaan kantaa useiden eri erityisalojen päätöksentekoon vastuukysymyksiä arvioidessaan, ja on vaikea nähdä perusteita poiketa tästä lähtökohdasta juuri yritysjohtoon liiketoiminnallisen päätöksenteon osalta. Ks. esim. Rhee 2013, s. 1152.

¹²⁸ Rhee 2013, s. 1175–1177. Ks. liiketoimintapäätösperiaatteen tarkoitusta koskevasta keskustelusta yleisesti Nyström 2016, s. 136–140 ja hänen mainitsemansa lähteet.

¹²⁹ Block ym. 1993, s. 65.

¹³⁰ Dennis 1992, s. 350.

¹³¹ Intressikonfliktin käsite ymmärretään varsin laajasti. Esimerkiksi kahden yhtiön, joilla on yhteisiä hallituksen jäseniä, välinen oikeustoimi ratkaistaan näiden oikeussääntöjen mukaan. Ks. Savela 2001, s. 27–28. Johdon henkilökohtaisella edulla on kuitenkin merkitystä vain, jos etu on olennainen. Ks. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156, 1169 (Del. 1995).

¹³² Periaatteen sisällöstä ks. *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 93 A.2d 107, 110 (Del. 1952), *Singer v. Magnavox*, 380 A.2d 969 (Del. 1977) ja *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983)

¹³³ Dennis 1992, s. 352.

Lojaliteettivelvollisuuden on vakiintuneesti katsottu eroavan huolellisuusvelvollisuudesta sikäli, että ensin mainittua sovellettaessa johdon ja yhtiön välillä vallitsee intressikonflikti. Toisaalta voidaan katsoa, että huolellisuusvelvollisuuden rikkomuksessakin on pohjimmiltaan kyse johdon ja yhtiön välisestä intressikonfliktista. Lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuuden eroa on selitetty myös sillä, että ensin mainitun tarkoituksena olisi puuttua kertaluonteisiin väärinkäytöksiin, joiden osalta johtajamarkkinoiden suorittama valvonta on riittämätöntä. Näin voi olla esimerkiksi hallituksen jäsenen jäädessä eläkkeelle. Tämä perustelisi myös, miksi lojaliteettivelvollisuuden rikkomuksia arvioidaan vakiintuneesti liiketoimintapäätösperiaatetta tiukemman *entire fairness* -periaatteen nojalla.¹³⁴

3.2.3 Johdon fidusiaariset velvollisuudet osakeyhtiölaissa

Suomessa johdon fidusiaariset velvollisuudet¹³⁵ perustuvat OYL 1:8:een, jonka mukaan johdon tehtävä on huolellisesti toimien edistää yhtiön etua.¹³⁶ Määritelmä sisältää sekä johdolle asetetun velvollisuuden toimia huolellisesti että velvollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti.¹³⁷ Oikeuskirjallisuudessa johdon velvollisuudet jaetaan vakiintuneesti juuri lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuuteen.¹³⁸ Säännöstä sovelletaan sanamuotonsa mukaisesti yhtiön johtoon, johon kuuluvat hallituksen jäsenet, mahdollinen toimitusjohtaja ja mahdollisen hallintoneuvoston jäsenet (OYL 6:1.1 ja 22:1.1).¹³⁹

Johdon lojaliteettivelvollisuus merkitsee velvollisuutta edistää yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etua. Osakkeenomistajien etu voidaan todetusti määritellä näiden sijoitusten nykyarvon maksimoinniksi siten, että arvioinnissa tarkastellaan pitkän aikavälin tuottoja.¹⁴⁰ Toimiminen esimerkiksi pelkästään tietyn osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaryhmän välittömien etujen mukaisesti ei ole sallittua.¹⁴¹ Johto ei saa siten toimia esimerkiksi oman etunsa tai tietyn osakkeenomistajan yksityisen edun mukaisesti, jos tämä olisi ristiriidassa

¹³⁴ Ks. Savela 2001, s. 26–27 ja hänen mainitsemansa lähteet.

¹³⁵ Osakeyhtiölaki ei tunne fidusiaaristen velvollisuuksien käsitettä. Oikeuskirjallisuudessa yhtiön johdon OYL 1:8:n mukaisista velvollisuuksista käytetään kuitenkin vakiintuneesti ilmaisua "johdon fidusiaariset velvollisuudet" angloamerikkalaiseen esimerkkiin perustuen. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 366–367.

¹³⁶ Yhtiön edun käsitettä on käsitelty edellä luvussa 2.1.

¹³⁷ HE 109/2005 vp, s. 40.

¹³⁸ Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 365 ja Airaksinen ym. 2018a, s. 50–55. Termit "huolellisuusvelvollisuus" ja "lojaliteettivelvollisuus" on vastaavasti muotoiltu oikeuskirjallisuudessa OYL 1:8:een pohjautuen, vaikkei näitä termejä nimenomaisesti laissa käytetäkään.

¹³⁹ Johdon fidusiaariset velvollisuudet koskevat yhtiön johdon jäsenen toimintaa nimenomaisesti tässä ominaisuudessa. Ks. HE 109/2005 vp, s. 40. Kysymys henkilön kuulumisesta yhtiön johtoon ratkaistaan kuitenkin tämän tosiasiallisen eikä muodollisen aseman perusteella. Ks. HE 109/2005 vp, s. 194.

¹⁴⁰ Ks. luku 2.1.3.

¹⁴¹ Tietyn osakkeenomistajan suosiminen ei ole sallittua silloinkaan, kun hallituksen jäsen on nimetty kyseisen osakkeenomistajan toimesta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 41.

yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun kanssa. Etenkin kiellolla suosia tiettyjä osakkeenomistajia muiden osakkeenomistajien kustannuksella on yhteys yhdenvertaisuusperiaatteeseen (OYL 1:7). Johdon lojaliteettivelvollisuudella on siten myös vähemmistö-osakkeenomistajia suojaava funktio.¹⁴²

Johdon lojaliteettivelvollisuus on ehdoton. Toisin kuin jäljempänä käsiteltävän huolellisuusvelvollisuuden osalta, liiketoimintapäätösperiaate ei suojaa johtoa lojaliteettivelvollisuuden rikkomiseen perustuvalta korvausvastuulta.¹⁴³ Johdon lojaliteettivelvollisuus menee myös pidemmälle kuin esimerkiksi tavallinen sopimusperustainen velvollisuus täyttää agenttisuopimus hyvässä uskossa, jota lain varallisuus oikeudellista oikeustoimista (228/1929 muutoksineen, jäljempänä "OikTL") 33 §:n kunnianvastaisten ja arvottomien oikeustoimien kieltö ilmentää. Päämies-agenttisuhteessa tavanomainen hyvän uskon vaatimus on riittämätön turvaamaan agentin uskollisuuden päämiestään kohtaan.¹⁴⁴

Johdon huolellisuusvelvollisuus merkitsee puolestaan yksinkertaisesti johdolle asetettua velvollisuutta toimia tässä ominaisuudessaan huolellisesti.¹⁴⁵ Huolellisuutta arvioidaan objektiivisen testin perusteella. Johdon jäsenen on toimittava siten kuin huolellinen henkilö toimisi vastaavissa olosuhteissa. Huolellisuusvelvollisuus koskee aktiivisten toimien lisäksi myös tilannetta, jossa jokin toimi jätetään kokonaan tekemättä.¹⁴⁶ Esitöiden mukaan johdon tuottamusta arvioidaan vakiintuneesti tavalla, joka johtaa käytännössä paljolti vastaaviin lopputuloksiin kuin angloamerikkalainen liiketoimintapäätösperiaate (*business judgment rule*).¹⁴⁷ Riittävänä huolellisuutena voidaan yleensä pitää sitä, että

- ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto ja
- tämän tiedon perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi
- eivätkä päätökseen ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat.¹⁴⁸

¹⁴² Mähönen – Villa 2015, s. 376–377.

¹⁴³ Lautjärvi 2017, s. 51.

¹⁴⁴ Mähönen – Villa 2015, s. 377.

¹⁴⁵ Airaksinen ym. 2018a, s. 51. Ks. HE 109/2005 vp, s. 40.

¹⁴⁶ HE 109/2005 vp, s. 40.

¹⁴⁷ HE 109/2005 vp, s. 195. Osakeyhtiölain mukainen johdon huolellisuusvelvollisuus vastaa olennaisilta osin muualla Euroopassa sekä Yhdysvalloissa vallitsevaa huolellisuusstandardia. Ks. Airaksinen ym. 2018a, s. 52.

¹⁴⁸ HE 109/2005 vp, s. 41 ja Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö (OM 2003:4), s. 89.

Arvioinnissa on tärkeää huomioida liiketoiminnalle ominaiset rajalliset ajalliset ja taloudelliset resurssit päätösten perusteiden selvittämiseen sekä liiketoiminnan yleinen nopeatahtisuus ja riskiä sisältävä luonne.¹⁴⁹ Liiketoimintapäätösperiaatteen tarkoituksena on osaltaan rajata johdon vahingonkorvausvelvollisuutta. Johdon vastuun kannalta merkityksellistä on tältä osin päätöksentekomenettelyn huolellisuus ja rationaalisuus, eikä liiketoimintapäätöksen sisältöä lähtökohtaisesti arvioida. Liiketoimintapäätösperiaate suojaa yhtiön johtoa lievältä tai tavanomaiselta tuottamukselta, muttei törkeältä tuottamukselta.¹⁵⁰

3.3 Yhdenvertaisuusperiaatteesta

3.3.1 Yhdenvertaisuusperiaatteen suojafunktiosta

Tarve suojata vähemmistöosakkeenomistajia enemmistöosakkeenomistajien opportunistilta perustuu todetusti etenkin siihen, että enemmistössä olevat osakkeenomistajat voivat enemmistöperiaatteen (OYL 1:6) nojalla tehdä kaikkia osakkeenomistajia sitovia päätöksiä. Määräysvaltapiiirin ulkopuolelle jäävät *osakkeenomistajat* tarvitsevat tällöin takeet siitä, että enemmistöosakkeenomistajat eivät käytä heille delegoitua valtaa väärin. Osakeyhtiölaissa vähemmistösuojaa toteuttaa keskeisesti yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7).¹⁵¹

Yhdenvertaisuusperiaate normittaa enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajan välistä päämies-agenttisuhdetta, siinä missä johdon fidusiaariset velvollisuudet normittavat johdon ja osakkeenomistajien välistä suhdetta. Periaatteella suojataan vähemmistöosakkeenomistajia sellaiselta enemmistöosakkeenomistajien opportunistiselta käyttäytymiseltä, joka ei edistä yhtiön kaikkien osakkeenomistajien etua.¹⁵² Yhdenvertaisuusperiaate on ymmärrettävissä etenkin määräävään osakkeenomistajaan ja johtoon kohdistuvaksi vallankäytön rajoitteeksi, jonka tarkoituksena on pohjimmiltaan vähentää yhtiöiden pääomakustannuksia.¹⁵³ Yhdenvertaisuusperiaatteen ja osakeyhtiölain vähemmistösuojasäännösten oikeuspoliittinen

¹⁴⁹ Airaksinen ym. 2018a, s. 52. Esitöissä korostetaan samoin sitä, että huolellisuusvelvollisuutta arvioitaessa on huomioitava, että riskin ottaminen kuuluu yritystoimintaan ja liiketoimintapäätöksiä on usein tehtävä epävarmuuden vallitessa. Huolellisuusvaatimus tosin korostuu päätökseen tai toimeen liittyvän riskin kasvaessa ja silloin, kun vastapuolena on henkilön lähipiiriin kuuluva taho. Ks. HE 109/2005 vp, s. 40–41.

¹⁵⁰ Lautjärvi 2017, s. 49–50. Huomionarvoista on, että vuoden 1978 osakeyhtiölaissa vastuuta ei rajattu törkeään tuottamukseen, vaan jo lieväkin tuottamus saattoi perustaa vastuun. Ks. Savela 2001, s. 26.

¹⁵¹ Pönkä 2012, s. 147. Yhdenvertaisuusperiaate voidaan tavallaan nähdä enemmistöperiaatteen vastinparina. Ks. Airaksinen ym. 2018a, s. 39.

¹⁵² Määräävien osakkeenomistajien opportunistilta saattaa olla itse asiassa vaikeampaa suojautua kuin johdon opportunistilta. Osakkeenomistajien enemmistö voi nimittäin aina vaihtaa johdon, mutta vähemmistöosakkeenomistajien on vaikeaa vastaavalla tavalla puuttua määräävän osakkeenomistajan asemaan yhtiössä. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 353–354.

¹⁵³ Ks. vähemmistösuojan merkityksestä yhtiöiden pääomakustannusten vähentämisessä luku 2.3.1.

tavoite on siten viime kädessä taloudellisen tehokkuuden edistäminen, eikä tarkoituksena ole itsearvoisesti suojata oikeussuhteen heikompaa osapuolta.¹⁵⁴

3.3.2 *Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältö ja soveltamisala*

Yhdenvertaisuusperiaatteesta säädetään OYL 1:7:ssä, jonka mukaan:

Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omissaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

Määritelmä on kaksiosainen. Se sisältää yhtäältä oletttam säännön siitä, että osakkeet tuottavat yhtäläiset oikeudet ilman tästä poikkeavaa yhtiöjärjestyksensä määräästä (säännöksen 1. virke). Toisaalta määritelmä sisältää niin sanotun yleislausekkeen, joka on säännöksessä määritellylle henkilökokoukselle asetettu eräänlainen määrääsvallan väärinkäytön kieltö (säännöksen 2. virke). Yhdenvertaisuusperiaatteen ja yleislausekkeen välistä suhdetta ei ole kuitenkaan varsinaisesti perusteltu osakeyhtiölaissa tai esitöissä.¹⁵⁵

Yhdenvertaisuusperiaate koskee yhtiön päätöksentekoa, ja se velvoittaa yhtiön lakisääteisiä toimielimiä eli yhtiökokousta, hallitusta, toimitusjohtajaa ja hallintoneuvostoa.¹⁵⁶ Yhdenvertaisuusperiaate koskee myös mainittuihin toimielimiin rinnastuvia tahoja.¹⁵⁷ On epäselvää, koskeeko yleislauseke kuitenkin osakkeenomistajan toimintaa yhtiökokouksen ulkopuolella. OYL 1:7:n 2. virkkeen sanamuodon mukaan säännös koskee vain yhtiökokousta.¹⁵⁸

¹⁵⁴ Pönkä 2012, s. 230–231.

¹⁵⁵ Oikeuskirjallisuudessa ei myöskään vallitse konsensus asian suhteen. Yhtäältä on katsottu, että yleislausekkeella olisi yhdenvertaisuusperiaatetta täydentävä rooli. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 362. Toisaalta yleislauseketta on pidetty osana yhdenvertaisuusperiaatetta. Ks. Vahtera 2011, s. 168–169.

¹⁵⁶ OYL 1:7:n sanamuodon mukaan säännöksen soveltuminen rajautuisi mainittuihin tahoihin oikeastaan vain yleislausekkeen osalta, ja osakkeiden yhtäläisiä oikeuksia koskeva oletttam säännös velvoittaisi kaikkia mahdollisia tahoja ilman rajoituksia. Tällöin OYL 1:7:n 1. virke asettaisi yleislausekkeessa mainitsemattomille tahoille itsenäisiä velvoitteita. Tällainen tulkinta olisi kuitenkin käytännössä epälooginen, joten yhdenvertaisuusperiaatteen on katsottava koskevan kokonaisuudessaan vain OYL 1:7:n 2. virkkeessä mainittuja (ja näihin rinnastuvia) tahoja. Ks. Pönkä 2012, s. 248–249.

¹⁵⁷ Yhdenvertaisuusperiaate velvoittaa siten myös yhtiön selvitysmiestä, johon sovelletaan hallitusta ja hallituksen jäseniä koskevia säännöksiä (OYL 20:9.1). Rekisteristä poistetun yhtiön edustajaan sovelletaan myös selvitysmiehiä koskevaa sääntelyä.

¹⁵⁸ Esimerkiksi Mähönen ja Villa ovat katsooneet, että yleislauseke koskee osakkeenomistajien osalta vain yhtiökokousta, eikä esimerkiksi osakkeenomistajien yksimielisiä päätöksiä. Ks. Mähönen – Villa 2012, s. 381.

Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltumista osakkeenomistajan toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella voitaisiin harkita esimerkiksi tilanteessa, jossa yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisen hallituksen päätöksen syntymiseen vaikuttaa olennaisesti määräävän osakkeenomistajan painostus. Osakeyhtiölain esitöiden mukaan osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuus (OYL 22:2) voi perustua siihen, että tämä muulla tavoin kuin toiminnallaan yhtiökokouksessa myötävaikuttaa osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen. Tällainen myötävaikuttaminen voi ilmetä esimerkiksi siten, että määräävä osakkeenomistaja saa hallituksen toimimaan vastoin lakia, kuten yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisesti.¹⁵⁹ Yhdenvertaisuusperiaatteen voidaan siten esimerkiksi tällaisissa tilanteissa katsoa koskevan myös osakkeenomistajan toimintaa yhtiökokouksen ulkopuolella. Lähtökohtana on kuitenkin pidettävä OYL 1:7:n soveltumista ainoastaan yhtiökokouksessa tapahtuvaan päätöksentekoon, eikä yksittäisten osakkeenomistajien toimintaan sen ulkopuolella.¹⁶⁰

3.3.3 *Muodollinen ja aineellinen yhdenvertaisuus*

Teoreettisesti yhdenvertaisuusperiaate voidaan jakaa kahteen selkeästi erilliseen elementtiin: muodolliseen ja aineelliseen yhdenvertaisuuteen. Muodollinen yhdenvertaisuus merkitsee osakkeiden yhtäläisiä oikeuksia koskevaa olettaa, kun taas aineellinen yhdenvertaisuus tarkoittaa määräysvallan väärinkäytön kieltoa. Yhdenvertaisuusperiaatteen muodollisen puolen voidaan katsoa perustuvan sopimusten sitovuuteen.¹⁶¹ OYL 1:7:n 1. virkkeen funktiona on siten suojata osakkeenomistajien luottamusta siihen, että osakkeet tuottavat osakeyhtiölaissa ja yhtiöjärjestyksessä määritetyt oikeudet ja velvollisuudet, ja että yhtiö kunnioittaa näiden pysyvyyttä.¹⁶² Sopimusoikeuden yleisiä oppeja mukaillen sopimusta osakeoikeuksien pysyvyydestä voidaan muuttaa vain kaikkien sopijapuolten eli osakkeenomistajien suostumuksella, ellei muusta ole nimenomaisesti sovittu.¹⁶³

¹⁵⁹ HE 109/2005 vp, s. 196. Kysymystä on käsitelty myös vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä, ks. HE 27/1977 vp, s. 111. Esitöissä puolletaan samaa tulkintaa myös vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuvissa luonnustilanteissa (OYL 23:1). Ks. HE 109/2005 vp, s. 204.

¹⁶⁰ Pönkä 2012, s. 252–253.

¹⁶¹ OYL 1:7:n 1. virke koskee osakeyhtiölakiin ja yhtiöjärjestykseen perustuvia osakeoikeuksia. Jos osakeyhtiön sidosryhmien välisiä suhteita tarkastellaan sopimusverkkomallin lähtökohdista, osakeyhtiölaki ja yhtiöjärjestys voidaan yhdessä nähdä yhtiön toimielimiä sitovana "sopimuksena", jossa määritellään muun muassa osakeoikeudet yhtiössä. Sopimusten sitovuus tarkoittaa tältä osin osakeyhtiölaissa ja yhtiöjärjestyksessä määritettyjen osakeoikeuksien ja -velvollisuuksien pysyvyyttä. Ks. Pönkä 2012, s. 231.

¹⁶² Myös esitöissä korostetaan sitä, että osakkeenomistajilla tulee olla oikeus lähtökohtaisesti luottaa siihen, että hänen osakkeensa tuottavat samat oikeudet kuin muutkin osakkeet sekä siihen, että mahdolliset yhtiöjärjestysmääräyksistä johtuvat erilaiset osakeoikeudet pysyvät muuttumattomina. Ks. HE 109/2005 vp, s. 39.

¹⁶³ Osakkeiden muodollisesta yhdenvertaisuudesta voidaan toisin sanoen kuitenkin poiketa osakeyhtiölain säännöksen tai nimenomaisen yhtiöjärjestysmääräyksen perusteella. Ks. Pönkä 2012, s. 231–232.

Yhdenvertaisuusperiaatteen aineellinen puoli voidaan puolestaan teoreettisesti perustaa oikeuksien väärinkäytön kieltoon. OYL 1:7:n 2. virke merkitsee enemmistöosakkeenomistajille asetettua kieltoa väärinkäyttää enemmistöperiaatteeseen perustuvaa määräysvaltaa yhtiössä. Kielto täydentää yhtäläisiä osakeoikeuksia koskevaa olettamaa. Johto ja yhtiökokous eivät saa tehdä sellaista päätöstä, joka olisi nimellisesti osakkeenomistajien välisten "sopimusehtojen" eli osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen mukainen, mutta jonka tosiasiallinen tarkoitus olisi tuottaa epäoikeutettua etua osakkeenomistajalle tai muulle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.¹⁶⁴

Oikeuksien väärinkäytön kielto on tunnustettu oikeuskäytännössä¹⁶⁵ ja oikeuskirjallisuudessa yleiseksi siviilioikeuden periaatteeksi.¹⁶⁶ Kiellon tarkoituksena on estää oikeuksien hyödyntäminen toisen suojattua oikeutta tai perustavanlaatuisia yhteiskunnallisia arvoja loukkaavalla tavalla. Oikeuksien väärinkäytön kiellon soveltamisen on yleensä katsottu edellyttävän ainakin oikeuden käyttämisestä seuraavaa vahingon aiheutumista. Joissain tilanteissa saatetaan myös edellyttää, että toimi on varsinaisen tarkoituksensa vastainen.¹⁶⁷ Kielto kytkeytyy myös yleiseen sopimusoikeudelliseen lojaliteettiperiaatteeseen.¹⁶⁸ Sopimuslojaliteetti on tosin oikeuksien väärinkäytön kieltoa laajempi käsite. Sopimusoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden on katsottu asettavan sopimuskumppaneille myös aktiivisia toimintavelvoitteita, kun taas oikeuksien väärinkäytön kiellosta voi lähtökohtaisesti seurata vain negatiivisia velvoitteita pidättäytyä tietystä toiminnasta.¹⁶⁹

3.4 Osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista

3.4.1 Yleistä

Osakeyhtiölaissa ei ole nimenomaista säännöstä osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista. Vakiintuneesti osakkeenomistajalla on sen sijaan katsottu olevan oikeus ajaa yhtiössä omaa etuaan.¹⁷⁰ Tätä itsekkyysoikeutta rajoittaa kuitenkin etenkin yhdenvertaisuuspe-

¹⁶⁴ Pönkä 2012, s. 233–235.

¹⁶⁵ Ks. esim. *first demand* -takauksia koskeneet ratkaisut KKO 1991:148 ja KKO 1992:145 sekä lapsen huoltoa ja tapaamisoikeutta koskenut ratkaisu KKO 2003:126.

¹⁶⁶ Ks. oikeuksien väärinkäytön kiellosta osakkeenomistajan osalta yleisesti esim. Mäntysaari 2002, s. 84.

¹⁶⁷ Oikeuksien väärinkäytön kiellon soveltamisen ei sen sijaan ole yleensä katsottu edellyttävän tahallisuutta tai shikaaninomaista kiusantekotarkoitusta. Ks. Linna 2004, s. 622 ja 631–632. Toisella kannalla on kuitenkin Hemmo 2003, s. 56.

¹⁶⁸ Hemmo 2003, s. 56.

¹⁶⁹ Pönkä 2012, s. 233–235.

¹⁷⁰ Nyström 2016, s. 240–241.

riaatteen yleislauseke (OYL 1:7: 2. virke). Yleislausekkeen sanamuodosta ei tosin ole johdettavissa osakkeenomistajalle kovin laajoja velvollisuuksia. Ensinnäkin kyse on lähinnä *negatiivisesta* velvoitteesta olla tekemättä päätöstä, joka tuottaisi tietyille osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella.¹⁷¹ Toiseksi yleislauseke koskee osakkeenomistajien osalta vain yhtiökokoustoimintaa.¹⁷²

Määräävän osakkeenomistajan oikeusasemaa tarkasteltaessa voitaisiin nähdäkseni pohtia myös johdon fidusiaristen velvollisuuksien (OYL 1:8) merkitystä.¹⁷³ Osakkeenomistajan itsekkyys-oikeutta on myös rajoitettu yhdenvertaisuusperiaatteen lisäksi tietyissä muissa osakeyhtiölain säännöksissä. Osakkeenomistajalla on velvollisuus korvata vahinko, jonka tämä on aiheuttanut yhtiölle, toiselle osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle myötävaikuttamalla osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen (OYL 22:2). Osakkeenomistajalle on myös joissain tilanteissa asetettu vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuva lunastusvelvollisuus (OYL 23:1).¹⁷⁴

Myös arvopaperimarkkinasääntelyyn sisältyy erityisiä osakkeenomistajalle asetettuja velvollisuuksia. AML 11:7:n nojalla julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön osakkeenomistajia tai osakkeisiin oikeuttavien arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan. AML 11:19:n nojalla määräysvallan¹⁷⁵ saavuttaneen osakkeenomistajan on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.¹⁷⁶ Säännöksiä voidaan pitää määräävän osakkeenomistajan fidusiaristen velvollisuuksien ilmentymänä.¹⁷⁷

¹⁷¹ Yleislausekkeen sanamuodosta ei voida siten suoraan johtaa osakkeenomistajalle esimerkiksi sellaisia aktiivisia toimintavelvollisuuksia, jotka yleisesti liitetään fidusiaristen velvollisuuksien käsitteeseen. Ks. Laine 2012, s. 99–100.

¹⁷² On epäselvää, voidaanko yhdenvertaisuusperiaatetta ollenkaan soveltaa osakkeenomistajan toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella. Ks. Pönkä 2012, s. 252–253. Kysymystä on käsitelty edellä luvussa 3.3.2.

¹⁷³ Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 413–414, jotka katsovat päämies-agenttiteorian ja oikeussääntöjen tehokkuustavoitteen puoltavan sitä, että harkitaan mahdollisuuksia laventaa johdon lojaliteettivelvollisuus tulkinnalla koskemaan myös määräävän osakkeenomistajien toimia.

¹⁷⁴ OYL 23 luvun säännösten on katsottu osaltaan ilmentävän määräävän osakkeenomistajan fidusiarisia velvollisuuksia. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 415–416. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden olemassaoloa tukee myös oikeus moittia yhtiökokouksen päätöksiä (OYL 21:1) ja velvollisuus laittomasti jaettujen varojen palauttamiseen (OYL 13:4). Ks. Vahtera 2007, s. 95.

¹⁷⁵ Tarjousvelvollisuusraja on säännöksessä määritetty siten, että tarjousvelvollisuus syntyy osakkeenomistajan ääniosuuden kasvaessa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä.

¹⁷⁶ Säännöksillä on saatettu kansallisesti voimaan Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/25/EY, annettu 21. päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista (jäljempänä ostotarjousdirektiivi) 3 ja 5 artiklan säännökset. Ks. HE 6/2006 vp, s. 33 ja 42–46.

¹⁷⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 415.

Osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien olemassaolo ja tarkka sisältö ovat olleet suomalaisessa yhtiöoikeuskeskustelussa varsin kiistanalaisia kysymyksiä. Oikeuskirjallisuudessa sinänsä tunnustetaan yleisesti ajatus, että osakkeenomistajalla voi olla joissain tilanteissa jonkinasteinen lojaliteettivelvollisuus yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan, mutta näkemykset tämän velvollisuuden oikeusperustasta ja laajuudesta vaihtelevat.¹⁷⁸ Seuraavassa käsitellään oikeuskirjallisuudessa esitettyjä keskeisimpiä näkemyksiä. Tältä osin tarkoituksena on lähinnä selvittää yleisesti, miten osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet on ymmärretty suomalaisessa yhtiöoikeuskeskustelussa. Seuraavassa käsiteltävien näkemysten kriittinen tarkastelu, keskinäinen punninta ja johtopäätösten tekeminen voimaansaolevan oikeuden sisällöstä painottuu sen sijaan lukuun 3.4.4.

Mähönen ja *Villa* ovat esittäneet, että määräävällä osakkeenomistajalla olisi fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan.¹⁷⁹ Heidän mukaansa kyse on vastaavista velvollisuuksista kuin yhtiön johdolla on OYL 1:8:n nojalla kaikkia osakkeenomistajia kohtaan.¹⁸⁰ Ainakin määräävällä osakkeenomistajalla olisi siten velvollisuus kohdella muita osakkeenomistajia lojaalisti ja yhdenvertaisesti. *Mähösen* ja *Villan* mukaan tämä ilmenee jo OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislausekkeesta.¹⁸¹ Määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta tulisi kuitenkin käytännön soveltamistilanteissa punnita osakkeenomistajan itsekkyys oikeutta vasten. Ristiriita periaatteen välillä tulisi ratkaista tapauskohtaisella punninnalla, jossa otetaan huomioon kaikki yksittäistapauksen tosiseikat.¹⁸²

Esitettyä näkemystä voidaan perustella myös oikeustaloustieteellisin ja oikeusvertailevin argumentein. *Mähönen* ja *Villa* katsovat oikeussääntöjen tehokkuustavoitteen edellyttävän, että johdon lojaliteettivelvollisuuden soveltamisalaa pohditaan tulkinnalla lavennettavaksi koskemaan myös määräävän osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välistä

¹⁷⁸ Ks. osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista yleisesti *Mähönen – Villa* 2015, s. 413–419, *Villa* 2008, s. 571, *Mähönen* 2005, s. 44, *Laine* 2012, s. 79–101, *Laine* 2016, s. 83–87, *Savela* 2010, s. 11, *Nyström* 2016, s. 240–243, *Vahtera* 2007, s. 94–95, *Kaisanlahti* 2002, s. 14 ja *Toiviainen* 1998, s. 134.

¹⁷⁹ *Mähönen – Villa* 2015, s. 413–414. Myös *Vahtera* 2007, s. 94–95 on puoltanut tätä ajatusta.

¹⁸⁰ Kirjoittajat tarkoittavat määräävällä osakkeenomistajalla sellaista osakkeenomistajaa, jolla on KPL 1:5:ssä tarkoitettu määräysvalta yhtiöön. Ks. *Mähönen – Villa* 2015, s. 413.

¹⁸¹ Sopimusoikeuden yleisten periaatteiden soveltaminen määräävän osakkeenomistajan ja muiden osakkeenomistajien väliseen suhteeseen johtaisi heidän mukaansa vastaavaan johtopäätökseen. Ks. *Mähönen – Villa* 2015, s. 414.

¹⁸² *Mähönen – Villa* 2015, s. 413–414.

päämies-agenttisuhdetta. He korostavat myös, että ajatus määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista on tunnustettu kansainvälisesti, etenkin Yhdysvalloissa.¹⁸³

Osakeyhtiölakiin otettujen osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevien muutosten voitaisiin myös ajatella puoltavan osakkeenomistajien fidusiaaristen velvollisuuksien laajempaa tunnustamista Suomen oikeudessa. Vuoden 1978 osakeyhtiölain (734/1978, jäljempänä "EOYL") 15:3:n mukaan osakkeenomistajan korvausvastuu oli rajoitettu tahallisuuteen ja törkeään tuottamukseen. Osakkeenomistajan korvausvastuun raja oli korotettu suhteessa yhtiön johtoon, minkä voidaan katsoa osaltaan korostaneen osakkeenomistajan itsekkyysoikeutta.¹⁸⁴ OYL 22:2:ssä korvausvastuun raja on kuitenkin laskettu tavanomaiseen tuottamukseen. Tämän voitaisiin tulkita ilmentävän lainsäätäjän tarkoitusta rajoittaa osakkeenomistajan itsekkyysoikeutta. Esitöiden mukaan vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöiden perusteluja korvausvastuun rajaamisesta törkeään tuottamukseen ei voida pitää riittävinä silloin, kun kysymys on lain tai yhtiöjärjestyksen vastaiseen menettelyyn perustuvasta vahingonkorvausvastuusta.¹⁸⁵ Mähösen ja Villan mukaan mainitut näkökohdat puoltavat osaltaan osakkeenomistajien fidusiaaristen velvollisuuksien tunnustamista.¹⁸⁶

Juhani Laine on puolestaan suhtautunut torjuvasti ajatukseen, että osakkeenomistajalla olisi johdon fidusiaariin velvollisuuksiin rinnastuvia velvoitteita muita osakkeenomistajia tai

¹⁸³ Esimerkiksi Saksan korkeimman oikeuden (*Bundesgerichtshof*, BGH) oikeuskäytännössä enemmistöosakkeenomistajilla on katsottu olevan lojaliteettivelvollisuus yhtiötä ja vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan. Ranskassa on puolestaan vallalla suppeampi enemmistövallan väärinkäyttödoktriini, joka kieltää enemmistöosakkeenomistajaa käyttämästä äänivaltaansa yhtiökokouksessa yhtiön edun (*l'intérêt social*) vastaisesti. Ks. Sjäfell ym. 2015, s. 135–137. Määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia Yhdysvaltain oikeudessa tarkastellaan jäljempänä luvussa 3.4.3.

¹⁸⁴ Vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä osakkeenomistajan korvausvastuun rajaamista törkeään tuottamukseen perusteltiin muun muassa sillä, ettei yhtiön asioiden hoito kuulu osakkeenomistajille vaan yhtiön hallintoelimille, eikä osakkeenomistajilta siten katsottu voitavan vaatia erityistä perehtyneisyyttä yhtiön toimintaan liittyviin kysymyksiin. Sääntelyratkaisua perusteltiin myös sillä, että osakkeenomistajilla on oikeus pitää ensisijaisena tavoitteenaan omien etujensa edistämistä. Ks. HE 27/1977, s. 111.

¹⁸⁵ Esitöiden mukaan muitakaan perusteita ei liene esitettävissä osakkeenomistajan vastuun rajoittamiselle silloin, kun kyse on yhtiössä aktiivisesti vaikutusvaltaansa käyttävän osakkeenomistajan lakia tai yhtiöjärjestyksestä rikkomalla aiheuttamasta vahingosta. Osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuuta rajoitettaisiin tällöin sellaisissakin tilanteissa, joissa vahingonkorvausvastuun asettaminen osakkeenomistajalle on selvästi perusteltua, kuten vaikutusvaltaansa väärinkäyttävälle emoyhtiölle tai muulle määräysvallan käyttäjälle. Esitöissä todetaan myös, että yhtiön hallintoa koskevien säännösten selkeyttäminen osakeyhtiölakiuudistuksessa puoltaa sitä, että yhtiön asioiden hoitamiseen osallistuvien tahojen vastuu on mahdollisimman yhdenmukainen. Näihin uudistuksiin kuuluu esimerkiksi se, että yhtiökokous voi eräin edellytyksin tehdä päätöksiä lähtökohtaisesti hallitukselle kuuluvissa asioissa. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31–32.

¹⁸⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 416.

yhtiötä kohtaan. Hänen mukaansa osakkeenomistajilla on yleisellä tasolla vain yleislausekkeeseen perustuva *negatiivinen* lojaliteettivelvollisuus eli kielto käyttää osakeoikeuksia epäoikeutetun edun hankkimiseksi yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.¹⁸⁷

Juhani Laineen mukaan määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia ei voitaisi ensinnäkään perustella angloamerikkalaisen yhtiöoikeuden esimerkillä.¹⁸⁸ Vaikka etenkin Yhdysvalloissa tunnustetaan ajatus määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista, kyse ei ole kuitenkaan johdon fidusiaarisiin velvollisuuksiin rinnastuvista velvollisuuksista. Kyse olisi sen sijaan lähinnä *common law* -oikeuskulttuureille ominaisesta tavasta puuttua enemmistövallan väärinkäyttöön. Suomessa ja muissa mannermaisissa oikeusjärjestelmissä vastaaviin ongelmiin pyritään Juhani Laineen mukaan vaikuttamaan yhdenvertaisuusperiaatteella ja yksityiskohtaisilla vähemmistösuojasäännöksillä. Yleislausekkeen tulkinnassa ei tulisi muutenkaan käyttää oikeuslähteenä angloamerikkalaista yhtiöoikeutta, koska sen historiallinen tausta ei ole angloamerikkalaisessa oikeudessa.¹⁸⁹

Juhani Laine kritisoi myös päämies-agenttiteorian hyödyntämistä osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien perusteluna. Hänen mukaansa yleislausekkeen sanamuodosta ja aiemmasta tulkintatavasta poikkeavaa tulkintaa ei voida perustella vetoamalla päämies-agenttiteoriaan.¹⁹⁰ Ajatus enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisestä toimeksianto- tai edustussopimusta muistuttavasta päämies-agenttisuhteesta pelkän osakeomistuksen perusteella on muodollisjuridisesti virheellinen.¹⁹¹ Määräävän osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien tunnustaminen lähinnä heikentäisi mahdollisuuksia käyttää tehokkaasti enemmistövaltaa yhtiön kannalta hyödyllisellä tavalla, koska vähemmistöosakkeenomistajien etua on vaikea määritellä.¹⁹² Juhani Laineen mukaan yleislausekkeen sanamuodon

¹⁸⁷ Laine 2012, s. 99–100. Vastaavaa tulkintaa on puoltanut myös Lautjärvi 2015, s. 70–71.

¹⁸⁸ Osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia Yhdysvalloissa käsitellään tarkemmin luvussa 3.4.3.

¹⁸⁹ Laine 2012, s. 83–88. Yleislauseke on itseasiassa osakeyhtiölaissa pitkälti samansisältöisenä kuin vuoden 1978 osakeyhtiölaissa. Esitöiden mukaan yleislausekkeeseen on ainoastaan yhdistetty vuoden 1978 osakeyhtiölain yhtiön johtoa ja yhtiökokousta koskeneet yleislausekkeet vähäisin sanonnallisin muutoksin. Yleislauseke vastaa sisällöltään pääosin vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaista oikeutta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 39–40.

¹⁹⁰ Empiirinen näyttö määräävien osakkeenomistajien väärinkäytösriskeistä Suomessa ei myöskään puolla sitä, että määrääville osakkeenomistajille tulisi asettaa erityinen lojaliteettivelvollisuus. Päinvastoin Suomessa pörssi-yhtiöissä äänivallasta maksettava preemio on alhainen eli äänivallasta ei olla valmiita maksamaan olennaisesti enemmän kuin vähemmän ääniä tuottavista osakkeista. Ks. Laine 2012, s. 92. Samansuuntaisesti Pönkä 2012, s. 238–239. Ks. äänivalta-preemiosta Suomessa Vahtera 2011, s. 422–424.

¹⁹¹ Juhani Laine katsoo myös laajemmin koko osakeyhtiöoikeudellisen sopimusverkkomallin olevan muodollisjuridisesti virheellinen. Ks. Laine 2012, s. 90.

¹⁹² Toisaalta sama ongelma koskee yhtiön edun tulkintaa myös johdon lojaliteettivelvollisuuden osalta, eikä sitä ole yleisesti pidetty esteenä sille, että johdolla on lojaliteettivelvollisuus osakkeenomistajia kohtaan. Kysymystä on käsitelty edellä luvussa 2.1.3.

ulkopuolelle menevän tulkinnan perustaminen päämies-agenttiteoriaan merkitsisi käytännössä talousteorian nostamista oikeuslähteeksi voimassaolevan lain yläpuolelle.¹⁹³

Juhani Laineen mukaan ajatus johdon fidusiaarisia velvollisuuksia muistuttavasta määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta ei saa myöskään tukea yleislausekkeen sääntelyhistoriasta eikä sen taustalla olevasta Saksan oikeuden esimerkistä.¹⁹⁴ Yleislauseke perustui sinänsä alun perin ajatukseen osakkeenomistajan eräänlaisesta uskollisuusvelvollisuudesta yhtiötä ja vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan, joka kieltäisi erityisesti määräävää osakkeenomistajaa loukkaamasta jälkimmäisten etuja yhtiökokouksessa ja sen ulkopuolella. Toisaalta jo tällöinkin korostettiin osakkeenomistajien itsekkyysoikeutta.¹⁹⁵ Juhani Laineen mukaan yleislausekkeen sääntelyhistoriasta tai saksalaisesta osakkeenomistajan uskollisuus- tai lojaliteettivelvollisuudesta (*Treupflicht, Treuepflicht*)¹⁹⁶ ei kuitenkaan ole johdettavissa tulkintaa, että OYL 1:7:n 2. virke perustaisi tietynsuuruisen osake-enemmistön haltijalle erityisen lojaliteettivelvollisuuden muita osakkeenomistajia kohtaan.¹⁹⁷

Nyström on puolestaan katsonut, että osakkeenomistajalla on lojaliteettivelvollisuus yhtiötä, muita osakkeenomistajia ja velkojia kohtaan. Hänen mukaansa tämä ilmenee etenkin osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevien säännösten kehityksestä. Nyström on käsitellyt erityisesti kysymystä siitä, missä määrin yhtiön johdolle ja toisaalta osakkeenomistajalle asetetut lojaliteettivelvollisuudet eroavat toisistaan.¹⁹⁸

Nyström on tarkastellut ensinnäkin sitä, soveltuuko osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus pelkästään tämän toimintaan yhtiökokouksessa vai myös sen ulkopuolella. Hänen mukaansa oikeustila on tältä osin epäselvä. Yleislausekkeen sanamuoto koskee vain yhtiöko-

¹⁹³ Lojaliteettivelvollisuuden ja itsekkyysoikeuden välisen ristiriidan ratkaisu tapauskohtaisella punninnalla heikentäisi tältä osin myös oikeusvarmuutta ja ennustettavuutta määräävän osakkeenomistajan oikeuksien ja velvollisuuksien suhteen. Ks. Laine 2012, s. 88–93.

¹⁹⁴ Laine 2012, s. 83–101. Ks. myös Laine 2016, s. 83–87. Yleislauseke on alun perin omaksuttu nimittäin lähinnä Saksan oikeudesta. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 362–363 ja Cederberg 1934, s. 1–51.

¹⁹⁵ Ks. Cederberg 1934, s. 6, 15–17.

¹⁹⁶ Saksan osakeyhtiölainsäädännössä on voimassa suomalaista yleislauseketta muistuttava yleislauseke, ja saksalaisessa yhtiöoikeudessa on jo pitkään tunnettu osakkeenomistajan uskollisuus- eli lojaliteettivelvollisuus (*Treupflicht, Treuepflicht*). Saksalainen yleislauseke on kuitenkin vain erityistapaus laajemmasta osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta, ja mainittu lojaliteettivelvollisuus on yleislausekkeesta selkeästi erillinen periaate. Saksalaisen yhtiöoikeuden mukainen lojaliteettivelvollisuus velvoittaa lisäksi kaikkia osakkeenomistajia, eikä vain määrääviä osakkeenomistajia. Saksalaisessa oikeuskirjallisuudessa on lisäksi katsottu osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden eroavan selkeästi yhtiön johdon lojaliteettivelvollisuudesta. Ks. Laine 2012, s. 95–98 ja tämän mainitsemat lähteet.

¹⁹⁷ Laine 2012, s. 93–98.

¹⁹⁸ Nyström 2012, s. 240–243.

kousta. Vahvat reaaliset argumentit puoltaisivat kuitenkin lojaliteettivelvollisuuden ulottamista yhtiökokouksen ulkopuoliseen toimintaan etenkin keskittyneen omistusrakenteen osakeyhtiöissä. Osakkeenomistajan omistajaohjaus tapahtuu näissä yhtiöissä tyypillisesti epämuodollisessa yhteydenpidossa johdon kanssa.¹⁹⁹ Huomionarvoista on, että OYL 22:2:n nojalla osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuu koskee yleisesti kaikenlaista myötävaikuttamista osakeyhtiölain rikkomiseen.²⁰⁰ Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus voitaisiin siten ulottaa yhtiökokouksen ulkopuoliseen toimintaan ja esimerkiksi tilanteeseen, jossa osakkeenomistaja painostaa yhtiökokouksen ulkopuolella hallitusta tekemään OYL 1:8:n vastaisen liiketoimintapäätöksen.²⁰¹ Tulkintaa puoltaa myös reaalin argumentti siitä, että johdon ja osakkeenomistajan vastuuperusteiden tulisi olla mahdollisimman yhdenmukaisia, jotta välttyttäisiin johdon korvausvastuun dilutoitumiselta tai kiertämiseltä.²⁰²

Nyström katsoo vastaavien reaalisten argumenttien puoltavan myös yleisemmin yhtiön johdon ja osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden yhdenmukaista tulkintaa.²⁰³ Nyströmin mukaan hallituksen ja yhtiökokouksen tekemien liiketoimintapäätösten osalta johdon itsekkyys oikeuden puuttuminen tarkoittaisi vain sitä, ettei johto saisi edistää omaa etuaan yhtiön edun kustannuksella aivan kuten osakkeenomistaja ei saa edistää omaa etuaan yhtiön edun kustannuksella. Vastaavasti johto saisi edistää liiketoimintapäätöksiä tehdessään yksittäisen osakkeenomistajan etua samassa määrin kuin osakkeenomistaja saa edistää omaa etuaan itsekkyys oikeutensa nojalla yhtiökokouksessa.²⁰⁴

Nähdäkseni tällainen tulkinta ei ole kuitenkaan sovitettavissa yhteen sen lähtökohdan kanssa, että johdolla on OYL 1:8:n nojalla velvollisuus edistää kaikkien osakkeenomistajien

¹⁹⁹ Ks. empiirisestä näytöstä esim. Hirvonen ym. 2003, s. 352–354.

²⁰⁰ Esitöiden mukaan osakkeenomistajan vastuu voi perustua myös siihen, että osakkeenomistaja muulla tavoin kuin toiminnallaan yhtiökokouksessa myötävaikuttaa osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen. Tyypillisenä esimerkkinä voidaan mainita emoyhtiö tai vastaava määräysvallan käyttäjä, joka saa hallituksen toimimaan lainvastaisesti, kuten vastoin OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaatetta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 196. Vastaavaa tulkintaa puollettiin jo vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä, ks. HE 27/1977 vp, s. 111. Vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa oikeuskirjallisuudessa on mainittu esimerkkinä vastuun perustavasta toiminnasta myös tilanne, jossa vähemmistöosakkeenomistaja käyttää yhtiökokouksen ulkopuolella vähemmistöoikeuksiaan shikaaninomaisesti vahingoittaakseen yhtiötä tai toisia osakkeenomistajia. Ks. Af Schultén 2004, s. 658.

²⁰¹ Nyström 2016, s. 244. Samansuuntaisesti Pönkä 2012, s. 252–253. Ks. edellä luku 3.3.2.

²⁰² Nyström 2016, s. 244–245. Tämä näkökohta on mainittu nimenomaisesti jo vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 27/1977 vp, s. 111. Tarve yhtiön asioiden hoitamiseen osallistuvien tahojen vastuun yhdenmukaisuudelle on tunnustettu myös nykyistä osakeyhtiölakia säädettäessä. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31. Vastavia näkökohtia on esitetty myös esimerkiksi asunto-osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 24/2009 vp, s. 35. Tällöin ei myöskään tarvitsisi turvautua esimerkiksi varjojohtajia ja tosiasiallisia johtajia koskeviin doktriineihin.

²⁰³ Muutoin osakkeenomistaja ja johto voisivat esimerkiksi sopia päätöksenteon siirtämisestä sille taholle, jolle yhtiön etu antaa laajemman liikkumavaran. Kysymystä on käsitelty etenkin ruotsalaisessa oikeuskirjallisuudessa. Ks. Dotevall 2015, s. 214–215.

²⁰⁴ Nyström 2016, s. 245–246.

yhteistä etua.²⁰⁵ Nyströmin esittämä näkemys liittyy valtavirtaa edustaville yhtiön edun sisältöä koskeville näkemyksille vaihtoehtoiseen *constituency directors* -malliin.²⁰⁶ Nähdäkseni johdon lojaliteettivelvollisuus kuitenkin edellyttää, ettei johto saa tässä ominaisuudessaan edistää yksittäisten osakkeenomistajien etua osakkeenomistajien yhteisen edun kustannuksella.²⁰⁷ Katson, että osakkeenomistajan itsekkyysoikeudesta johtuen osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden laajuus eroaa johdon lojaliteettivelvollisuudesta.

Nyströmin mukaan johdon ja osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden keskeiseksi eroksi muodostuisi se, että johdolla olisi osakkeenomistajia laajempi velvollisuus edistää yhtiön etua, sekä selvempi velvollisuus olla ryhtymättä tiettyihin toimiin, jotka saattaisivat aiheuttaa vahinkoa yhtiölle. Johdon lojaliteettivelvollisuuteen kuuluu esimerkiksi kilpailukiello²⁰⁸ sekä vaitiolo- tai salassapitovelvollisuus.²⁰⁹ On epäselvää, sisältyykö osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuteen tällaisia erityisiä velvoitteita. Myös johdon ja osakkeenomistajan tuottamusta tulisi lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen yhteydessä tarkastella keskenään eri tavoin.²¹⁰ Tuottamusta ei kuitenkaan tulisi arvioida yhdenmukaisesti myöskään erilaisten osakkeenomistajien kesken.²¹¹ Nyströmin mukaan tuottamusarviointi riippuu pitkälti siitä, millaisesta osakkeenomistajasta on kyse.²¹²

²⁰⁵ Kysymystä on käsitelty edellä luvussa 2.1.

²⁰⁶ *Constituency directors* -mallin keskeisenä ajatuksena on, että hallituksen jäsenet ovat tosiasiallisesti riippuvaisia heidät nimenneistä osakkeenomistajista, ja hallituksen jäsenillä tulisi olla oikeus ainakin jossain määrin edistää juuri heidät nimenneen osakkeenomistajan etuja. Ks. Nyström 2016, s. 91–96.

²⁰⁷ Tämä lähtökohta on myös selvästi vahvistettu osakeyhtiölain esitöissä, joissa todetaan yksittäisen osakkeenomistajan edun ajamisen olevan kiellettyä myös silloin, kun hallituksen jäsen on nimetty tämän osakkeenomistajan toimesta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 41.

²⁰⁸ Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että johdolla on lähtökohtaisesti lojaliteettivelvollisuuteen perustuen kilpailukiello, ellei johto kykene näyttämään, ettei kilpaileva toiminta ole ristiriidassa yhtiön edun kanssa. Kilpailevan toiminnan harjoittaminen on kuitenkin useimmiten yhtiön edun vastaista. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 391–392 ja Kyläkallio ym. 2017, s. 584–585. Osakkeenomistajalla ei sen sijaan ole katsottu olevan osakeyhtiölaista johtuvaa kilpailukielloa, Kilpailukiellosta voitaisiin kuitenkin tietyn edellytyksin sopia osakassopimuksessa. Ks. Pönkä 2011, s. 66.

²⁰⁹ Oikeuskirjallisuudessa on vastaavasti katsottu, että johdolla on lojaliteettivelvollisuuteen perustuen salassapito- tai vaitiovelvollisuus. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 393–396, Kyläkallio ym. 2017, s. 582–584. Osakeyhtiölaissa ei ole kuitenkaan asetettu osakkeenomistajalle ainakaan nimenomaista salassapitovelvollisuutta.

²¹⁰ Hallituksen jäsenen tuottamusta tulisi arvioida lähtökohtaisesti ankarammin kuin osakkeenomistajan tuottamusta. Esimerkiksi vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöiden mukaan osakkeenomistajilta ei voida vaatia erityistä perehtyneisyyttä yhtiön toimintaan liittyviin kysymyksiin. Ks. HE 27/1977 vp, s. 111.

²¹¹ Esitöiden mukaan tuottamusta ja siten muun muassa velvollisuutta tuntea lain ja yhtiöjärjestyksen sisältö arvioidaan eri tavoin esimerkiksi konsernin emoyhtiön ja toisaalta pörssiyrityksen piensijoittajaosakkaan kohdalla. Esimerkiksi konsernin emoyhtiön tai muun vaikutusvaltaansa aktiivisesti käyttävän osakkeenomistajan kohdalla tuottamusta ja siten muun muassa velvollisuutta tuntea lain ja yhtiöjärjestyksen sisältö sekä yhtiön asiat on usein perusteltua arvioida paljolti vastaavaan tapaan kuin hallituksen jäsenen tai muun johtohenkilön kohdalla. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31 ja 196. Ks. myös Savela 2015, s. 206.

²¹² Nyström 2016, s. 246–249.

Erityisen kiistanalaista on ollut, voidaanko osakkeenomistajalla katsoa olevan yhtiössä myös aktiivisia toimimisvelvollisuuksia. OYL 1:7:n 2. virkkeen sanamuodon perusteella vaikuttaisi, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus merkitsee vain *negatiivista* pidättäytymisvelvollisuutta.²¹³ Toisaalta ainakin määrävällä osakkeenomistajalla on katsottu olevan tässä ominaisuudessaan myös aktiivisia toimimisvelvollisuuksia.²¹⁴ Myös tämän kysymyksen osalta voitaisiin hakea tulkinta-apua osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuuta koskevan säännöksen (OYL 22:2) soveltamisalasta.²¹⁵

Perinteisesti on katsottu, ettei osakkeenomistajalla ole yleistä aktiivista toimintavelvollisuutta yhtiössä. OYL 22:2:n mukainen korvausvastuun perustava myötävaikuttaminen osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen voisi siten ilmetä vain aktiivisena toimintana, eikä säännöstä voitaisi soveltaa osakkeenomistajan laiminlyönnin perusteella.²¹⁶ Tulkinnan taustalla on ensinnäkin vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä esitetty periaate, jonka mukaan osakkeenomistajan laiminlyönti ei voisi johtaa vastuun syntymiseen.²¹⁷ Lisäksi on pidetty tärkeänä, että osakeyhtiölain tulisi pääomien tehokkaan keräämisen edistämiseksi kannustaa passiivisten osakesijoitusten tekemiseen.²¹⁸ Korkeimman oikeuden ennakkopäätöksessä KKO 1996:46 on myös suhtauduttu torjuvasti siihen, että osakkeenomistajan korvausvastuu voisi syntyä passiivisuuden perusteella.²¹⁹

Esimerkiksi *Nyström* on kuitenkin pohtinut mahdollisuuksia tulkinnalla laventaa OYL 22:2:n myötävaikutustunnusmerkkiä koskemaan ainakin määrävän osakkeenomistajan laiminlyöntejä. Hänen mukaansa on lähtökohtaisesti tulkinnanvaraista, voidaanko myötävaikutustunnusmerkkiä tulkita tällätavoin laajentavasti, jolloin määrävän osakkeenomistajan ja johdon fidusiaariset velvollisuudet vastaisivat tältä osin toisiaan. Joka tapauksessa tällaiselle tulkinnalle olisi hänen mukaansa vahvat perusteet *de lege ferenda*.²²⁰

²¹³ Ks. esim. Laine 2012, s. 100.

²¹⁴ Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 418–419, jotka katsovat määrävällä osakkeenomistajalla olevan tiettyjä aktiivisia velvollisuuksia tämän myydessä osakkeensa. Esimerkkiä tarkastellaan jäljempänä tässä luvussa.

²¹⁵ Ks. Nyström 2016, s. 249–257.

²¹⁶ Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 417, Savela 2015, s. 201–214 ja Kyläkallio ym. 2017, s. 227–229.

²¹⁷ Osakkeenomistajan ei nimittäin katsottu olevan osakkeenomistajaominaisuudessaan velvollinen toimimaan yhtiön, toisten osakkeenomistajien tai muiden hyväksi. Ks. HE 27/1977 vp, s. 111.

²¹⁸ Savela 2015, s. 201. Ks. myös Mäntysaari 2002, s. 82. Vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöistä ilmenee myös selvästi osakeyhtiömuotoon liittyvä tavoite edistää taloudellista kehitystä tarjoamalla ulkonaiset puitteet riskipääoman hankkimiseksi yleisiltä pääomamarkkinoilta. Ks. HE 27/1977 vp, s. 5.

²¹⁹ Ks. perinteisen tulkinnan taustalla olevasta systematiikasta Nyström 2016, s. 251.

²²⁰ Nyström 2016, s. 253–255.

Nyströmin mukaan tulkinnan mahdollistaisi ensinnäkin se, ettei osakeyhtiölain perusteluissa ole otettu nimenomaisesti kantaa siihen, tulisiko myötävaikutustunnusmerkkiä tulkita jatkossakin samoin kuin vuoden 1978 osakeyhtiölain aikana.²²¹ Esitöiden perusteella on siten tulkinnanvaraista, voitaisiinko muilta kuin pienosakkeenomistajilta joissain tilanteissa edellyttää aktiivisuutta ja tietämystä yhtiön asioista.²²² Esityölausumat eivät siten poissulkisi tulkintaa, jonka mukaan esimerkiksi määräävä osakkeenomistaja voisi joutua joissain tilanteissa vahingonkorvausvastuuseen myös passiivisuuden perusteella. Nyströmin mukaan ratkaisussa KKO 1996:46 ei myöskään tarkalleen ottaen kategorisesti poissuljettu myötävaikutustunnusmerkin laajentavaa tulkintaa.²²³ Päätöksessä vahvistettiin nimittäin vain, ettei osakkeenomistaja juuri kyseisessä tapauksessa ollut menettelyllään myötävaikuttanut vuoden 1978 osakeyhtiölain rikkomiseen. Ratkaisussa ei katsottu, että EOYL 15:3:n myötävaikutustunnusmerkki koskisi kategorisesti vain osakkeenomistajan aktiivista toimintaa.²²⁴

Nyströmin mukaan myötävaikutustunnusmerkin laajentava tulkinta ei myöskään välttämättä haittaisi passiivisten osakesijoitusten kannustamisen tavoitetta. OYL 22:2:ää voitaisiin nimittäin tulkita siten, että se lähtökohtaisesti sallisi osakkeenomistajille passiiviseksi jättäytymisen yhtiön asioissa. Osakkeenomistajalla voitaisiin katsoa olevan aktiivisia toimimisvelvollisuuksia vain tilanteessa, jossa tämä vapaaehtoisesti ottaa yhtiössä dominoivan roolin.²²⁵ Tällöin olisi perusteltua asettaa ainakin määräävälle osakkeenomistajalle vastaavia

²²¹ Esitöissä on sinänsä todettu, että OYL 22:2:n korvaussäännös vastaa tuottamuksen astetta lukuun ottamatta EOYL 15:3:n korvaussäännöstä, ja ettei korvausvastuuta koskevilla muutosehdotuksilla yleisesti ottaen tavoiteltu korvausvastuun tiukentamista tai rajoittamista aiemmasta. Toisaalta esitöissä on tarkalleen ottaen todettu, ettei korvausvastuu voi juurikaan voi koskea esimerkiksi *pörssi-yhtiön yhtiökokoukseen osallistuvaa pienosakkeenomistajaa*, koska tältä ei voida edellyttää erityistä aktiivisuutta tai tietämystä yhtiön asioista. Ehdotuksella ei tarkoiteta *tämän kaltaisten osakkeenomistajien* vastuun ankaroittamista aiemmasta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 30–31, 194 ja 196.

²²² Määräävän osakkeenomistajan vastuun tiukempaa tulkintaa puoltaisi lainsäätäjän tarkoitus yhdenmukaistaa johdon ja osakkeenomistajien vastuuperusteita. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31–32.

²²³ Tapauksessa KKO 1996:46 katsottiin, ettei osakkeenomistajan EOYL 15:3:n mukainen korvausvastuu voinut syntyä sillä perusteella, ettei tämä aktiivisesti ajanut yhtiön asettamista selvitystilaan tuolloisen EOYL 13:2:n mukaisesti. Yhtiön selvitystilaan asettamista koskevan asian saattaminen yhtiökokouksen käsiteltäväksi on hallituksen tehtävä. Vähemmistöön jäänyt oikeusneuvos Tulokas sen sijaan katsoi, että osakkeenomistajat olisivat olleet velvollisia tekemään selvitystilapäätöksen yhtiökokouksessa. Hänen mukaansa osakkeenomistaja ei kuitenkaan ollut korvausvastuussa, koska tämän ääniosuus (10 %) ei olisi riittänyt saamaan aikaan selvitystilapäätöstä yhtiökokouksessa, eikä osakkeenomistajan laiminlyönnillä siten ollut merkitystä kantajan vahingon kannalta. Tulokkaan argumentaatiosta ilmenee epäsuorasti, että joissain olosuhteissa osakkeenomistajan passiivisuus voisi perustaa korvausvastuun OYL 22:2:n perusteella.

²²⁴ Nyström 2016, s. 249–252.

²²⁵ Tällöin osakkeenomistaja käytännössä vapaaehtoisesti ryhtyy yhtiön ja muiden osakkeenomistajien agentiksi päämies-agenttiteorian tarkoittamassa mielessä. Nyström vaikuttaa siten Mähösen ja Villan tavoin perustelevan määräävän osakkeenomistajan laajennettua lojaliteettivelvollisuutta muun muassa päämies-agenttiteorialla. Ks. jälkimmäisestä Mähönen ja Villa 2015, s. 198–199 ja 413.

velvollisuuksia kuin johdolle on asetettu OYL 1:8:ssä.²²⁶ Nyströmin mukaan olisi kyseenalaista sulkea merkittävän (tai vähäisenkin) osakkeenomistajan korvausvastuu pois vain siksi, ettei tällä ole muodollista asemaa hallituksessa, jos osakkeenomistaja on yhtiön asioista yhtä hyvin perillä kuin hallitus, ja tämä käyttää myös tosiasiallista valtaa yhtiössä.²²⁷

Edellä on käsitelty osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta periaatteellisella tasolla. Toisessa vaiheessa haasteena on luonnollisesti osakkeenomistajan velvollisuuksien konkreettinen määrittely käytännön soveltamistilanteissa. On nähdäkseni jokseenkin epäselvää, millä perusteilla määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ja itsekkyysoikeuden välinen ristiriita tulisi ratkaista kussakin tilanteessa.²²⁸

Mähönen ja *Villa* ovat esittäneet, että määräävän osakkeenomistajan vastuu voisi syntyä tilanteessa, jossa tämä käy neuvotteluja osakkeidensa myymisestä yhtiön ulkopuoliselle taholle. Ostotarjousdirektiivin säännös ostotarjousvelvollisuudesta ei nimittäin tule vielä tässä vaiheessa sovellettavaksi yhtiön ulkopuolisen tahon osalta. Mähösen ja Villan mukaan osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista johtuen määräävällä osakkeenomistajalla olisi velvollisuus ainakin kohtuullisessa määrin pyrkiä siihen, että myös vähemmistöosakkeenomistajat voisivat halutessaan myydä osakkeensa yhtiön ulkopuoliselle määräysvallan ostajalle. Määräävän osakkeenomistajan ei kuitenkaan lähtökohtaisesti tarvitsisi toimia sen puolesta, että muut osakkeenomistajat saisivat osakkeistaan saman hinnan.²²⁹ Mähösen ja Villan mukaan lojaliteettivelvollisuus ei tällöinkään luonnollisesti sulje täysin pois määräävän osakkeenomistajan itsekkyysoikeutta. Tällä ei olisi siten esimerkiksi velvollisuutta pidättäytyä kaupasta, vaikkei muiden osakkeenomistajien osakkeita samalla ostettaisi.²³⁰

Savela on puolestaan kritisoinut edellä esitettyä soveltamisesimerkkiä. Hänen mukaansa määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudelle osakkeiden myyntitilanteessa ei löydy perusteita.²³¹ Määräävällä osakkeenomistajalla olisi sen sijaan kuvatussa tilanteessa

²²⁶ Osakeyhtiölain esitöissä esitetyt näkemykset emoyhtiön ja muiden merkittävien osakkeenomistajien asemasta korvausvastuun suhteen tukevat myös osaltaan sitä, että näiden vahingonkorvausvastuuta tulisi tulkita muiden osakkeenomistajien vastuusta poiketen. Ks. HE 109/2005 vp, s. 196.

²²⁷ Nyström 2016, s. 253–257.

²²⁸ Myös Mähönen ja Villa tunnustavat vaikeuden määrittellä määräävän osakkeenomistajan toimintavelvollisuudet konkreettisesti erilaisissa soveltamistilanteissa. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 417–418.

²²⁹ Poikkeuksena tähän olisi kuitenkin tilanne, jossa määräävän osakkeenomistajan on syytä olettaa osakekaupan vaikuttavan vähemmistöosakkeenomistajien asemaan yhtiössä. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 418–419.

²³⁰ Ibid.

²³¹ Savela tarkoittaa tällä ilmeisesti sitä, ettei määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta ole tunnustettu oikeuskäytännössä. Enemmistöosakkeenomistajan vastuuta osakkeiden myyntitilanteessa on tosin käsitelty tapauksessa KKO 1993:82. Vastuu perustettiin kuitenkin tässä tapauksessa nimenomaiseen valtuutukseen eikä enemmistöosakkeenomistajan määräävään asemaan yhtiössä.

oikeus ajaa omaa etuaan ja esimerkiksi tavoitella itselleen kontrollipreemiota. Myös Savela tosin katsoo, että määrävällä osakkeenomistajalla voisi ajatella olevan jokin osallisuusvastuu, jos tämä tietää ostajan tarkoituksena olevan väärinkäyttää hankkimaansa määräysvaltaa yhtiössä nykyisten vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella.²³²

Lopuksi on todettava, että oikeuskirjallisuudessa on käyty lisäksi keskustelua osakkeenomistajien välisestä erityisestä lojaliteetista pienosakeyhtiöissä.²³³ Tältä osin osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus on perustettu sopimusoikeudelliseen lojaliteettiperiaatteeseen²³⁴ ja henkilöyhtiöoikeudelliseen uskollisuusvelvoitteeseen.²³⁵ Tulkintaa on perusteltu muun muassa pienosakeyhtiöiden korostuneella sopimuksellisuudella²³⁶, vähemmistöosakkeenomistajien korostuneella oikeussuojatarpeella pienosakeyhtiöissä²³⁷ ja sillä, että pienosakeyhtiöt muistuttavat yhtiön sisäisen päätöksenteon osalta usein enemmän henkilöyhtiöitä kuin puhdasoppisia osakeyhtiöitä.²³⁸ Pienosakeyhtiöissä osakkeenomistajat voidaan usein mieltää enemmänkin yritystoimintaa harjoittaviksi yhteistyökumppaneiksi kuin passiivisiksi pääomasijoittajiksi.²³⁹ Tässä tutkielmassa keskitytään kuitenkin osakkeenomistajan osakeyhtiölakiin perustuviin velvollisuuksiin, eikä kysymystä ole mahdollista käsitellä tarkemmin.

3.4.3 *Osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista Yhdysvalloissa*

Yhdysvalloissa on myös vakiintuneesti katsottu, ettei osakkeenomistajalla ole lähtökohtaisesti velvollisuuksia yhtiötä tai muita osakkeenomistajia kohtaan.²⁴⁰ Itsekkyysoikeudelle on oikeuskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa katsottu olevan kuitenkin kaksi keskeistä poikkeusta.²⁴¹ Ensinnäkin määrävällä osakkeenomistajilla on katsottu olevan fidusiaarisia velvollisuuksia vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan.²⁴² Toiseksi jotkin tuomioistuimet ovat

²³² Savela 2010, s. 11–12.

²³³ Ks. Pönkä 2012, s. 238–239 ja Laine 2012, s. 82–83, 100–101.

²³⁴ Ks. sopimusoikeudellisesta lojaliteettiperiaatteesta Hemmo 2003, s. 56.

²³⁵ Ks. yhtiömiesten uskollisuusvelvoitteesta henkilöyhtiöissä Villa 2018, s. 143–146.

²³⁶ Omistajapiiriltään pienemmissä osakeyhtiöissä ei voitaisi tosiasiallisesti tehdä jyrkkää erottelua sopimus- ja osakeyhtiöoikeudellisten kysymysten välillä. Ks. Pönkä 2012, s. 238.

²³⁷ Pienosakeyhtiöissä osakkeenomistajien henkilökohtainen panos yhtiön toimintaan voi olla merkittävä, mutta samanaikaisesti vähemmistöön jäävien osakkeenomistajien asema voi olla varsin heikko. Vähemmistöosakkeenomistajien exit-mahdollisuudet saattavat esimerkiksi olla pörssilistaamattomissa yhtiöissä likvidien jälkimarkkinoiden puuttuessa vähäiset tai olemattomat. Ks. Laine 2012, s. 82–83, 100–101.

²³⁸ Pönkä 2012, s. 238–239. Samansuuntaisesti Laine 2012, s. 100–101.

²³⁹ Pönkä 2012, s. 238. Sopimusoikeudellisen lojaalisuusvelvollisuuden osalta on katsottu, että velvollisuutta tulee arvioida sitä ankarammin, mitä enemmän sopimussuhde edellyttää sopijapuolten yhteistoimintaa. Ks. Mähönen 2000, s. 131.

²⁴⁰ Osakkeenomistajien itsekkyysoikeuden on katsottu olevan vahva pääsääntö etenkin pörssiyhtiöissä. Ks. Hoffman 2006, s. 537.

²⁴¹ Karmel 2004, s. 2.

²⁴² Ks. esim. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983).

asettaneet fidusiaarisia velvollisuuksia pienyhtiöiden osakkeenomistajille henkilöyhtiötä vastaavasti.²⁴³ Ajatuksena on, että määräävän osakkeenomistajan käyttäessä valtaa yhtiön liiketoimintapäätöksiä koskien, vähemmistöosakkeenomistajien oikeussuoja edellyttää, että johdon fidusiaariset velvollisuudet ulotetaan tulkinnalla koskemaan myös määräävää osakkeenomistajaa. Muutoin osakkeenomistajalla ei tällaisia velvollisuuksia ole.²⁴⁴

Määräävällä osakkeenomistajalla katsotaan olevan ensinnäkin lojaliteettivelvollisuus vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan. Lojaliteettivelvollisuus kieltää tätä käyttämästä määräävää asemaansa hyväksi tavalla, joka tuottaisi tälle olennaista taloudellista etua vähemmistön kustannuksella.²⁴⁵ Jos käsillä on intressikonflikti, näyttötaakka päätöksen tasapuolisuudesta yhtiötä ja vähemmistöosakkeenomistajia kohtaan on määräävällä osakkeenomistajalla.²⁴⁶ Oikeuskäytännössä määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta on sovellettu lähinnä kahdenlaisissa tapauksissa. Ensinnäkin lojaliteettivelvollisuus voi tulla kyseeseen vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusmenettelyssä (*freeze-out*).²⁴⁷ Toiseksi lojaliteettivelvollisuus voi tulla todetusti kyseeseen pienyhtiöiden osalta.²⁴⁸ Lojaliteettivelvollisuuden lisäksi joissain tilanteissa määräävällä osakkeenomistajalla on katsottu olevan myös huolellisuusvelvollisuus yhtiötä kohtaan.²⁴⁹ Delawaren osavaltion oikeuskäytännössä ei tosin ole koskaan asetettu korvausvastuuta määräävälle osakkeenomistajalle huolellisuusvelvollisuuden rikkomisen perusteella.²⁵⁰

²⁴³ Karmel 2004, s. 2. Ks. oikeuskäytännöstä *Donahue v. Rodd Electrotape Co.*, 328 N.E.2d 505, 515 (Mass. 1975). Delawaren osavaltion oikeuskäytännössä tällaista velvollisuutta ei toisaalta ilmeisesti tunnusteta. Ks. *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366, 1380-81 (Del. 1993).

²⁴⁴ *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, Civ. A. No. 8358, 1991 WL 111134, at 19 (Del. Ch. June 24, 1991). Ks. myös *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

²⁴⁵ Ks. esim. *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994).

²⁴⁶ Reiluus käsittää sekä aineellisen (liiketoimen hinta) että menettelyllisen tasapuolisuuden. Ks. oikeuskäytännöstä esim. *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994) ja *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 711 (Del. 1983). Näyttötaakka kuitenkin kääntyy, jos riippumattomien vähemmistöosakkeenomistajien enemmistö hyväksyy liiketoimen. Ks. Anabtawi – Stout 2008, s. 1266–1267.

²⁴⁷ *Freeze-out* -menettely toteutetaan monesti käteisvastikkeisena tytäryhtiösulautumisena, jossa määräysvaltaa tytäryhtiössä käyttävä emoyhtiö voi enemmistövaltansa perusteella tehdä yhtiökokouspäätöksen, jolla tytäryhtiö sulautetaan emoyhtiöön käteiskorvausta vastaan. Tytäryhtiön määräävä osakkeenomistaja siten käytännössä lunastaa vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet. Tällöin enemmistövallan väärinkäyttöriski on luonnollisesti suuri, koska määräävä osakkeenomistaja voi asettaa lunastushinnan kohtuuttoman alhaiseksi. Ks. esim. *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994).

²⁴⁸ Anabtawi – Stout 2008, s. 1266–1267 ja 1271–1272. Tällaisissa yhtiöissä on tyypillisesti vähän osakkeenomistajia, osakkeenomistajat osallistuvat yhtiön hallintoon merkittävässä määrin ja osakkeilta puuttuu pörssin kaltaiset likvidit jälkimarkkinat. Enemmistövallan väärinkäyttöriski on huomattavan korkea. Pienyhtiöissä osakkeenomistajien keskinäisellä lojaliteetilla voidaan siten katsoa olevan erityinen merkitys. Ks. *Donahue v. Rodd Electrotape Co.*, 328 N.E.2d 505, 511 (Mass. 1975).

²⁴⁹ Dammann 2015, s. 480 ja Brudney 1983, s. 1130. Ks. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, Civ. A. No. 8358, 1991 WL 111134, at 19 (Del. Ch. June 24, 1991).

²⁵⁰ Huolellisuusvelvollisuuskäsitteitä on viime vuosina kritisoitu. Osakkeenomistajalla on yritysjohtosta poiketen tiettyjä poikkeustapauksia lukuun ottamatta osakeomistuksensa mukainen taloudellinen intressi yhtiössä

Osakkeenomistajan fidusiaariset velvollisuudet koskevat Yhdysvalloissa lähtökohtaisesti määräysvaltaa käyttävää osakkeenomistajaa. Määräysvallan käsite kytketään siihen, voiko osakkeenomistaja asemansa perusteella määrätä yhtiön liiketoimintapäätöksistä ja etenkin yhtiön hallituksen kokoonpanosta. Määräysvallan katsotaan perustuvan lähtökohtaisesti siihen, että osakkeenomistaja omistaa yli 50 prosenttia yhtiön liikkeeseen lasketuista osakkeista.²⁵¹ Oikeuskäytännössä on kuitenkin joissain tilanteissa katsottu määräysvaltakriteerin täyttyneen myös "tosiasiallisen" määräysvallan perusteella. Tällöin tuomioistuimien pyrkii arvioimaan, riittääkö osakkeenomistajan äänivalta yksin tai yhdessä tämän läheistahojen kanssa yhtiön hallituksen kokoonpanon vaihtamiseen.²⁵²

3.4.4 Johtopäätöksiä voimassaolevasta oikeudesta

Edellä on käsitelty osakkeenomistajan oikeusasemaa koskevaa keskeistä sääntelyä sekä oikeuskirjallisuudessa esitettyä osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia koskevaa doktriinia. Edellä on myös lyhyesti tarkasteltu Yhdysvaltain oikeuden sisältöä määrävän osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien suhteen. Seuraavassa tehdään kokoavia johtopäätöksiä voimassaolevan oikeuden sisällöstä osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien suhteen. Tältä osin käytetään tulkinta-apuna edellä käsiteltyjä oikeuskirjallisuudessa esitettyjä kannanottoja, päämies-agenttiteoriaa ja Yhdysvaltain oikeutta.

Osakkeenomistajan oikeusaseman kannalta lähtökohtana on pidettävä osakkeenomistajan itsekkyysoikeutta. Tätä oikeutta rajoittaa kuitenkin etenkin OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislauseke. Katson, että yleislausekkeen sanamuodosta johtuu, että kaikilla osakkeenomistajilla on vähintäänkin *negatiivinen lojaliteettivelvollisuus* yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan eli velvollisuus pidättäytyä tekemästä päätöstä tai ryhtymästä toimenpiteeseen, joka tuottaisi tietyille osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella.²⁵³

ja siten myös kannustin toimia huolellisesti yhtiön asioita hoitaessaan. Reaaliset syyt eivät siten puoltaisi erillisen huolellisuusvelvollisuuden asettamista osakkeenomistajalle. Ks. Dammann 2015, s. 480–483 ja 492–496.

²⁵¹ *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del. 1987).

²⁵² Anabtawi – Stout 2008, s. 1269–1271. Oikeuskäytännössä on katsottu määräysvaltakriteerin täyttyneen, jos osakkeenomistajalla pystyy tosiasiallisesti valitsemaan uuden hallituksen tarvitsematta yhtiökokousäänestyksessä paljoakaan tukea vähemmistöosakkeenomistajilta. Yhtiökokouksien äänestysaktiivisuus jää nimittäin yleensä alle sadan prosentin. Ks. *In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation*, 836 A.2d 531 (Del. 2003). Oikeuskäytännössä on myös katsottu määräysvaltakriteerin täyttyneen, kun osakkeenomistaja, jonka osakeomistus oli yli 40 prosenttia, pystyi tosiasiallisesti painostamaan hallitusta toimimaan osakkeenomistajan haluamalla tavalla. Ks. *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1113–1115 (Del. 1994).

²⁵³ Samoin Laine 2012, s. 99–100 ja Lautjärvi 2015, s. 70–71. Yleislausekkeen historiallinen tausta onkin ajatuksessa osakkeenomistajan uskollisuusvelvollisuudesta yhtiötä kohtaan. Ks. Cederberg 1934, s. 6.

Lainsäädännössä on lisäksi erityisiä määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta ilmentäviä säännöksiä, kuten vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuva lunastusvelvollisuus (OYL 23:1) ja tasapuolisen kohtelun periaate julkisissa ostotarjouksissa (AML 11:7).²⁵⁴ Osakkeenomistajan itsekkyys-oikeutta rajoittaa yleisesti myös osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuus (OYL 22:2). Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden arviointi edellyttääkin nähdäkseni yleislausekkeen ja osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevan säännöksen tulkintaa yhdessä.²⁵⁵ Laveammin ajateltuna määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta ilmentävät myös oikeus moittia yhtiökokouksen päätöksiä (OYL 21:1) ja velvollisuus laittomasti jaettujen varojen palauttamiseen (OYL 13:4).²⁵⁶

Tulkinnanvaraista on sen sijaan, voidaanko joillain osakkeenomistajilla joissain tilanteissa katsoa olevan yleislausekkeen sanamuotoa laajempia fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä tai muita osakkeenomistajia kohtaan. Tältä osin on huomattava, että määräävän osakkeenomistajan ja muiden osakkeenomistajien välillä vallitsee päämies-agenttisuhde päämies-agenttiteorian tarkoittamassa mielessä. Määräävän osakkeenomistajan ja muiden osakkeenomistajien suhde voidaan lisäksi nähdäkseni hahmottaa angloamerikkalaisen doktriinin mukaiseksi fidusiaarisuhteeksi.²⁵⁷ Sikäli kun yhtiössä on yhtiön asioiden hoitamisen suhteen aktiivinen määräävä osakkeenomistaja, tämä hallitsee yhtiövarallisuutta myös vähemmistöosakkeenomistajien puolesta ja tekee näiden varallisuusasemaa koskevia päätöksiä.²⁵⁸

Nähdäkseni voidaan siten katsoa, että määräävällä osakkeenomistajalla on fidusiaarisia velvollisuuksia muita osakkeenomistajia kohtaan. Tarve vähentää vähemmistöosakkeenomistajille määräävän osakkeenomistajan opportunistista aiheutuvia agenttikustannuksia puoltaa määräävän osakkeenomistajan erityistä lojaliteettivelvollisuutta muita osakkeenomistajia kohtaan. Katson, että tulkintaa puoltaa viime kädessä myös osakeyhtiölainsäädäntöön liittyvä tavoite hillitä yritysten pääomakustannuksia.²⁵⁹ Toisaalta on kuitenkin nähdäkseni selvää, etteivät osakkeenomistajan ja johdon fidusiaariset velvollisuudet ole keskenään

²⁵⁴ Ks. mainittujen säännösten suhteesta määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisiin velvollisuuksiin Mähönen – Villa 2015, s. 415–416.

²⁵⁵ Samansuuntaisesti Nyström 2016, s. 242–245 ja 249–257 ja Mähönen – Villa 2015, s. 416–417.

²⁵⁶ Ks. Vahtera 2007, s. 95.

²⁵⁷ Fidusiaarisuhteen määritelmästä ks. luku 3.2.1.

²⁵⁸ Myös Mähönen ja Villa ovat katsoneet, että määräävän osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välistä suhdetta voidaan pitää fidusiaarisuhteena. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 370.

²⁵⁹ Yksi osakeyhtiömuodon tärkeimmistä tavoitteista on edistää taloudellista kehitystä tarjoamalla ulkonaiset puitteet riskipääoman hankkimiseksi yleisiltä pääomamarkkinoilta. Ks. HE 27/1977 vp, s. 5. Yhdenvertaisuusperiaatteen ja muun vähemmistösuojasääntelyn perimmäisenä tarkoituksena voidaan nähdä pääomien keräämisen mahdollistaminen ja pääomakustannusten hillitseminen. Ks. Pönkä 2012, s. 230–231.

identtisiä.²⁶⁰ Tämä on nähdäkseni välttämätön seuraus osakkeenomistajan itsekkyysoikeudesta.²⁶¹ On muistettava, että määräävän osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden rajoittaminen fidusiaaristen velvollisuuksien perusteella olisi myös omiaan korottamaan osakeyhtiöiden pääomakustannuksia.²⁶² Määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia ja itsekkyysoikeutta tulee siten aina tapauskohtaisesti punnita keskenään.²⁶³

Ajatusta määräävän osakkeenomistajan erityisestä lojaliteettivelvollisuudesta on myös kritisoitu. OYL 1:7:n 2. virke koskee nimittäin sanamuotonsa nojalla kaikkia osakkeenomistajia.²⁶⁴ Katson, että määräävän osakkeenomistajan ja muiden osakkeenomistajien välillä valitsevasta päämies-agenttisuhteesta johtuen määräävällä osakkeenomistajalla on katsottava olevan korostunut lojaliteettivelvollisuus. Olisi mielestäni epäloogista katsoa, että johdolla olisi osakkeenomistajien agenttina toimiessaan laaja lojaliteettivelvollisuus OYL 1:8:n nojalla, mutta vähemmistöosakkeenomistajia ei vastaavasti suojattaisi, kun määräävä osakkeenomistaja käyttää tosiasiallista vaikutusvaltaa yhtiössä.

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että tällainen tulkinta merkitsisi päämies-agenttiteorian nostamista oikeuslähteeksi OYL 1:7:n 2. virkkeen sanamuodon yläpuolelle.²⁶⁵ Nähdäkseni kyse on kuitenkin reaalisten argumenttien hyödyntämisestä laintulkinnassa. Yleislauseke koskee toki sanamuotonsa nojalla kaikkia osakkeenomistajia. Tämä ei kuitenkaan nähdäkseni tarkoita, etteikö tietyn osakkeenomistajan yleislausekkeeseen perustuva lojaliteettivelvollisuus voisi olla joissain tilanteissa *korostunut*, jos tälle on selvät reaaliset syyt.

Jossain määrin tulkinnanvaraista on, millaisia osakkeenomistajia tulisi pitää doktriinin tarkoittamalla tavalla määräävinä osakkeenomistajina. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että rajanveto tulisi tehdä KPL 1:5:n mukaisen kirjanpidollisen määräysvallan legaalimääritelmän perusteella.²⁶⁶ Tulkinnan etuna on luonnollisesti selkeys ja ennustettavuus. Nähdäkseni olisi kuitenkin perusteltua pohtia, voitaisiinko "korostuneen" lojaliteettivelvollisuuden katsoa koskevan myös muita kuin KPL 1:5:ssä tarkoitettuja määräysvaltaosakkeenomistajia.

²⁶⁰ Tällaista tulkintaa ei olekaan esitetty osakeyhtiölain esitöissä, oikeuskäytännössä tai oikeuskirjallisuudessa.

²⁶¹ Nyström on esittänyt, että johdolla olisi yhtäläinen oikeus edistää yhtiössä tietyn osakkeenomistajan etua kuin osakkeenomistajalla itsellään on tämän itsekkyysoikeuden nojalla. Ks. Nyström 2016, s. 246. Tällaista näkemystä ei kuitenkaan voida nähdäkseni hyväksyä, koska johdon tehtävänä on edistää nimenomaan kaikkien osakkeenomistajien yhteistä etua. Kysymystä on käsitelty tarkemmin edellä luvussa 3.4.2.

²⁶² Ks. Mäntysaari 2002, s. 82. Ks. edellä luku 2.3.

²⁶³ Samoin Mähönen – Villa 2015, s. 413–414 ja Mähönen 2005, s. 44.

²⁶⁴ Ks. Laine 2012, s. 99–101.

²⁶⁵ Laine 2012, s. 92.

²⁶⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 413.

Osakkeenomistajien välille voidaan nimittäin hahmottaa päämies-agenttisuhte myös silloin, kun muu kuin määräävä osakkeenomistaja voi käyttää päätösvaltaa sellaisten asioiden suhteen, joilla on vaikutus kaikkien osakkeenomistajien asemaan yhtiössä.²⁶⁷ Enemmistövalta yhtiössä saattaa muutenkin kuulua tosiasiallisesti osakkeenomistajalle, joka ei pidä hallussa varsinaista enemmistöä yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä.²⁶⁸ Tämä näkökohta on tunnustettu esimerkiksi yhdysvaltalaisessa määräävän osakkeenomistajan fidusi- aarisia velvollisuuksia koskevassa oikeuskäytännössä.²⁶⁹

Olisi mielestäni perusteltua pohtia, voitaisiinko mainitut näkökohdat sisällyttää osakkeenomistajan lojaliteettidoktriinia koskevaan määräysvallan käsitteeseen esimerkiksi tulkitsemalla KPL 1:5.1:n 3. kohdan tosiasiallisen määräysvallan käsitettä yhdenmukaisesti päämies-agenttiteorian teesien kanssa. Tämä tuskin on kuitenkaan mahdollista, koska kyseessä on lähinnä perälautasäännös, jonka tarkoituksena on ehkäistä konsernitilinpäätöksen laatimisvelvollisuuden kiertäminen keinotekoisilla järjestelyillä.²⁷⁰ KPL 1:5 ei siten välttämättä kata kaikkia sellaisia tilanteita, joissa olisi päämies-agenttiteorian näkökulmasta perusteltua katsoa osakkeenomistajalla olevan erityinen lojaliteettivelvollisuus.

Nähdäkseni lähtökohtana voidaan pitää lojaliteettidoktriinin kannalta relevantin määräysvaltakriteerin arviointia KPL 1:5:n nojalla. Joissain tilanteissa olisi kuitenkin perusteita katsoa myös muulla osakkeenomistajalla olevan korostunut lojaliteettivelvollisuus muita osakkeenomistajia kohtaan. Tämä olisi mielestäni perusteltua, jos osakkeenomistaja käyttää yhtiössä tosiasiallista päätösvaltaa päämies-agenttiteorian tarkoittamassa mielessä.²⁷¹

Toinen kysymys on kuitenkin, mitä määräävän osakkeenomistajan korostunut lojaliteettivelvollisuus konkreettisesti tarkoittaa. Ajatusta voitaisiin nähdäkseni konkretisoida kahdessa suhteessa. OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislauseke koskee sanamuotonsa mukaan vain yhtiökousta. Tältä osin voitaisiin pohtia määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden soveltumista yhtiökokoustoiminnan lisäksi tämän toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella.²⁷² Tämän tutkielman tutkimuskysymystä koskeva tulkintasuositus riippuu nähdäkseni

²⁶⁷ Armour ym. 2017a, s. 30.

²⁶⁸ Ks. tarkemmin edellä luku 2.2.3.

²⁶⁹ Ks. *In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation*, 836 A.2d 531 (Del. 2003) ja *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1113–1115 (Del. 1994). Ks. tarkemmin edellä luku 3.4.3.

²⁷⁰ Leppiniemi – Kaisanlahti 2016, s. 26.

²⁷¹ Ajatuksellisenä lähtökohtana voitaisiin pitää myös esimerkiksi sitä, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus kasvaa samassa suhteessa kuin tämän omistusosuus yhtiössä. Ks. Toiviainen 1998, s. 134.

²⁷² Ks. myös Nyström 2016, s. 244–245 ja Mähönen – Villa 2015, s. 417–419.

pitkälti siitä, miten tällaiseen laajennettuun velvollisuuteen tulisi suhtautua. Osakkeenomistajan velvollisuudet rajoittuvat lisäksi OYL 1:7:n 2. virkkeen sanamuodon nojalla velvollisuuden pidättäytyä tekemästä päätöstä tai ryhtymästä toimenpiteeseen, joka tuottaisi tietylle osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Tältä osin voitaisiin pohtia, voisiko määräävällä osakkeenomistajalla olla myös aktiivisia toimintavelvollisuuksia yhtiössä.²⁷³

Kysymys määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta yhtiökokouksen ulkopuolella on tulkinnanvarainen. Yleislauseke koskee todetusti vain yhtiökokousta. Toisaalta osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta ei ole OYL 22:ssä rajoitettu koskemaan vain yhtiökokouksessa tapahtuvaa myötävaikuttamista osakeyhtiölain rikkomiseen. Kun yleislauseketta tulkitaan yhdessä osakkeenomistajan korvausvastuuta koskevan säännöksen kanssa, on nähdäkseni perusteltua katsoa, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus koskee lähtökohtaisesti osakkeenomistajan toimintaa myös yhtiökokouksen ulkopuolella.²⁷⁴

Katson, että tätä tulkintaa voidaan puoltaa etenkin määräävän osakkeenomistajan osalta.²⁷⁵ Tältä osin tulkinnalle on vahvat reaaliset perusteet, koska etenkin keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä osakkeenomistajan omistajaohjaus tapahtuu tyypillisesti epämuodollisessa yhteydenpidossa yritysjohtoon.²⁷⁶ Esitöissä on myös korostettu, että etenkin emoyhtiön tai vastaavan määräysvallan käyttäjän korvausvastuu voi syntyä myös yhtiökokouksen ulkopuolella.²⁷⁷ Tulkintaa puoltaa myös vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistuksessa vahingonkorvaussääntelyä koskenut tavoite yhdenmukaistaa johdon ja osakkeenomistajan välisiä vastuuperusteita, jos osakkeenomistaja osallistuu yhtiön asioiden hoitamiseen.²⁷⁸

²⁷³ Ks. vastaavasti Nyström 2016, s. 249–257 ja Mähönen – Villa 2015, s. 418–419.

²⁷⁴ Vastaavasti Nyström 2016, s. 244–245 ja Pönkä 2012, s. 252–253.

²⁷⁵ Samansuuntaisesti esim. Mähönen – Villa 2015, s. 417–419.

²⁷⁶ Pricewaterhouse Coopers Oy:n tuottamassa suomalaista omistajaohjausta ja hallitustyöskentelyä koskevassa haastattelututkimuksessa ilmeni, että enemmistö suomalaisista suurosakkeenomistajista piti yhtiökokousta "kumileimasimena" ja katsoi yhtiökokouksen valmistelun aikana käytyjen keskustelujen olevan varsinaista yhtiökokousta tärkeämpiä. Suurosakkeenomistajat pitivät edelleen yhteydenpitoa hallituksen jäseniin tai toimivaan johtoon keskeisimpinä vaikutusmahdollisuuksinaan yhtiön toimintaan. Ks. Hirvonen ym. 2003, s. 352–354. Vastaavaa perustelua on käyttänyt myös Nyström 2016, s. 244.

²⁷⁷ HE 109/2005 vp, s. 196. Tulkintaa on puollettu myös vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä, ks. HE 27/1977 vp, s. 111.

²⁷⁸ Vastuuperusteiden yhdenmukaistamisella estetään myös johdon vastuun kiertäminen, joten tulkinnalla vahvistetaan myös osaltaan johdon osakkeenomistajakontrollia. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31–32. Tämä näkökohta on tunnustettu jo vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 27/1977 vp, s. 111. Tällä vältytään myös hankalilta rajanvedoilta tilanteissa, jossa osakkeenomistajalla ei ole muodollista asemaa hallituksessa, mutta tämä tosiasiallisesti muodostaa hallituksen. Kysymystä niin sanotusta varjojohtajuudesta on käsitelty ruotsalaisessa

Korostuneen tulkinnanvaraista on, voidaanko määrävällä osakkeenomistajalla katsoa olevan yhtiön johtoa vastaavasti aktiivisia toimimisvelvollisuuksia yhtiössä.²⁷⁹ Tulkinnan lähtökohtana tulee nähdäkseni pitää yleislausekkeen sanamuotoa, josta ilmenee osakkeenomistajalle ainoastaan negatiivinen lojaliteettivelvollisuus. Ajatus osakkeenomistajan aktiivisista toimimisvelvollisuuksista on myös ristiriidassa yleislausekkeen teoreettisten perusteiden kanssa. Yleislauseke ilmentää määräysvallan väärinkäytön kieltoa, ja se muodostaa lakisääteisen poikkeuksen osakkeenomistajan itsekkyysoikeuteen. Kyse on yleisen oikeuksien väärinkäytön kiellon ilmentymästä. Yleisesti on katsottu, että oikeuksien väärinkäyttö voi ilmetä vain aktiivisena toimintana.²⁸⁰ Nähdäkseni pelkästään yleislausekkeen perusteella ei siten voida katsoa, että osakkeenomistajalla olisi yhtiössä aktiivisia toimimisvelvollisuuksia.

Kysymyksen suhteen tulkinta-apua voitaisiin kuitenkin hakea osakkeenomistajan vahingonkorvaussääntelystä. Perinteisesti on katsottu, että osakkeenomistajan korvausvastuu voi syntyä vain aktiivisen toiminnan perusteella.²⁸¹ Osakeyhtiölain säätämisen yhteydessä tehdyt muutokset vahingonkorvaussääntelyyn kuitenkin osaltaan puoltavat ajatusta osakkeenomistajan laajemmasta lojaliteettivelvollisuudesta.²⁸² Esitöissä korostetaan johdon ja yhtiön asioiden hoitamiseen osallistuvien osakkeenomistajien vastuuperusteiden yhdenmukaistamisen tärkeyttä. Nähdäkseni esitöiden perusteella vaikuttaisi siltä, että lainsäätäjän tarkoituksena on ollut mahdollistaa ainakin määrävän osakkeenomistajan korvausvastuun aiempaa tiukempi arviointi.²⁸³ Olisi siten mielestäni perusteltua arvioida määrävän osakkeenomistajan

oikeuskäytännössä, ks. NJA 1997 s. 418. Oikeuskirjallisuudessa on myös katsottu, että lojaliteettivelvollisuuden ulottaminen määrävään osakkeenomistajaan nimenomaan tehostaa johdon osakkeenomistajakontrollia. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 417. Vastaavia perusteluja on käyttänyt myös Nyström 2016, s. 244–245.

²⁷⁹ Ainakin Juhani Laine ja Lautjärvi ovat suhtautuneet tällaiseen ajatukseen torjuvasti. Ks. Laine 2012, s. 98–101 ja Lautjärvi 2017, s. 57–61. Mähönen ja Villa ovat sen sijaan katsoneet, että määrävällä osakkeenomistajalla voi joissain tilanteissa olla myös aktiivisia toimimisvelvollisuuksia yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 418–419. Nyström on puolestaan katsonut oikeustilan olevan tulkinnanvarainen. Hän on tosin puoltanut ajatusta määrävän osakkeenomistajan aktiivisesta lojaliteettivelvollisuudesta *de lege ferenda*. Ks. Nyström 2016, s. 249–257. Toiviainen on myös esittänyt, että osakeyhtiölain vahingonkorvausvastuusäännöksiä tulisi selkiyttää siten, että esimerkiksi suuren tai institutionaalisen osakkeenomistajan vastuu rakentuisi periaatteelle, jonka mukaan tällainen osakkeenomistaja olisi velvollinen jossain määrin edistämään aktiivisesti yhtiön etua. Ks. Toiviainen 2004, s. 430–431.

²⁸⁰ Pönkä 2012, s. 233–235.

²⁸¹ Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 417 ja Kyläkallio ym. 2017, s. 227–229. Vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöiden mukaan osakkeenomistajan laiminlyönti ei voinut johtaa vastuun syntymiseen, koska osakkeenomistaja ei ollut tässä ominaisuudessaan velvollinen toimimaan yhtiön, osakkeenomistajien tai muiden hyväksi. Ks. HE 27/1977 vp, s. 111. Tapauksessa KKO 1996:46 suhtauduttiin torjuvasti osakkeenomistajan korvausvastuun syntymiseen passiivisuuden perusteella. Osakkeenomistajien vastuu on lisäksi haluttu pitää korostuneen rajatuna yritysten pääomakustannusten hillitsemiseksi. Ks. Savela 2015, s. 201 ja Mäntysaari 2002, s. 82.

²⁸² Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 416. Osakkeenomistajan korvausvastuun raja muun muassa laskettiin törkeästä tuottamuksesta tavalliseen tuottamukseen. Ks. HE 109/2005 vp, s. 196.

²⁸³ Tuottamusvaatimuksen rajan laskemisen suhteen esitöissä korostetaan, etteivät vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöiden perustelut törkeän tuottamuksen vaatimukselle ole riittäviä etenkin määrävien osakkeenomistajien

ja johdon vastuuperusteita yhdenmukaisesti myös siltä osin, että määräävän osakkeenomistajan vastuu voisi perustua tämän laiminlyöntiin.²⁸⁴

Nähdäkseni olisi siten perusteita katsoa, että ainakin määräävällä osakkeenomistajalla voisi joissain tilanteissa olla johdon tavoin aktiivisia toimimisvelvollisuuksia yhtiössä. Olisi myös oikeussääntöjen tehokkuustavoitteen mukaista, että johdon lojaliteettivelvollisuuteen kuuluvaa aktiivista toimimisvelvollisuutta harkittaisiin sovellettavan myös enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisessä päämies-agenttisuhteessa.²⁸⁵ Oikeustila on tältä osin kuitenkin korostuneen tulkinnanvarainen.

Edellä on käsitelty osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta. Fidusiaarisiin velvollisuuksiin kuuluu yleisesti myös huolellisuusvelvollisuus. Suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin varsin vähän käsitelty kysymystä osakkeenomistajan mahdollisesta huolellisuusvelvollisuudesta.²⁸⁶ Aihetta koskevissa keskeisissä esityksissä on käsitelty vain lojaliteettivelvollisuutta. Yhdysvalloissa on katsottu määräävällä osakkeenomistajalla olevan myös huolellisuusvelvollisuus.²⁸⁷ Ainakaan OYL 1:7:n 2. virkkeen sanamuodosta ei ole kuitenkaan nähdäkseni johdettavissa osakkeenomistajalle yleistä huolellisuusvelvollisuutta. OYL 22:2:n mukaan osakkeenomistajan korvausvastuun syntyminen edellyttää toki osakkeenomistajan tuottamusta. Kysymyksellä on tuskin käytännössä kovin paljon merkitystä, koska johdosta poiketen jo osakkeenomistajan taloudellinen omistus yhtiössä asettaa tälle vahvat

osalta. Esitöissä todetaan nimenomaisesti, ettei ehdotus merkitse pienosakkeenomistajien vastuun ankaroitumista nykyisestä. Tämä jättää auki mahdollisuuden, että ainakin määräävän osakkeenomistajan vastuuta voitaisiin tulkita aiempaa ankarammin. Toisaalta esitöissä todetaan, että OYL 22:2:n korvaussäännös vastaisi EOYL 15:3:n korvaussäännöstä tuottamuksen astetta koskevaa muutosta lukuun ottamatta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31–32 ja 196. Nyström on katsonut esitöiden ilmentävän ajatusta, ettei määräävän osakkeenomistajan ja johdon korvausvastuun arviointi keskenään poikkeavasti olisi enää perusteltua. Ks. Nyström 2016, s. 250.

²⁸⁴ Ks. Nyström 2016, s. 253–254, jonka mukaan johdon ja osakkeenomistajan vastuuperusteiden yhdenmukaistamiseen liittyvä potentiaali saadaan hyödynnettyä täysimääräisesti vain, jos OYL 22:2:ssä tarkoitettu myötävaikuttaminen osakeyhtiölain rikkomiseen ymmärretään sekä toimintana että laiminlyöntinä. Tällä väitettäisiin myös tarve turvautua tosiasiallisia johtajiin ja varjojohtajia koskevia oppeihin tilanteessa, jossa osakkeenomistaja käyttää yhtiössä tosiasiallista päätösvaltaa yhtiössä ilman muodollista asemaa hallituksessa. Vrt. Salo 2015, s. 190–191, joka ratkaisisi ongelman ulottamalla johdon fidusiaariset velvollisuudet analogisesti koskemaan myös varjojohtajia.

²⁸⁵ Samansuuntaisesti Mähönen – Villa 2015, s. 413–419.

²⁸⁶ Savela on asiaan liittyen katsonut, ettei osakkeenomistajan OYL 22:2:n mukainen korvausvastuu voi syntyä yleisen huolellisuusvelvollisuuden rikkomisen perusteella. Säännöksen sanamuoto sinänsä mahdollistaisi osakkeenomistajan vastuun tilanteessa, jossa tämä myötävaikuttaa siihen, että johtoon kuuluva henkilö rikkoo OYL 1:8:n mukaista huolellisuusvelvollisuutta. Savelan mukaan tällaista tulkintaa ei kuitenkaan voida pitää perusteltuna. Ks. Savela 2015, s. 202. Airaksinen ym. katsovat myös, ettei osakkeenomistajalla ole yleistä huolellisuusvelvollisuutta. Heidän mukaansa osakkeenomistajan vastuu voisi kuitenkin syntyä sillä perusteella, että tämä myötävaikuttaa johdon huolellisuusvelvollisuuden rikkomiseen. Ks. Airaksinen ym. 2018b, s. 816–819. Vastaavalla kannalla on Nyström, ks. Nyström 2016, s. 256–257.

²⁸⁷ Delawaren osavaltion oikeuskäytännössä ei tosin ole koskaan asetettu korvausvastuuta määräävälle osakkeenomistajalle huolellisuusvelvollisuuden rikkomisen perusteella. Ks. Dammann 2015, s. 496.

kannustimet toimia huolellisesti yhtiön asioita hoitaessaan.²⁸⁸ Kysymyksellä osakkeenomistajan huolellisuusvelvollisuudesta ei ole myöskään erityistä merkitystä tämän tutkielman tutkimuskysymyksen kannalta, minkä vuoksi asiaa ei käsitellä tarkemmin tässä yhteydessä.

4 OSAKKEENOMISTAJAN FIDUSIAARISET VELVOLLISUUDET PALKITSEMISJÄRJESTELYSÄ

4.1 Yleistä

Seuraavassa pyritään muodostamaan edellä esitettyihin systematisointeihin tukeutuen käytännön tulkintasuositus tutkielman tutkimuskysymykseen. Ennen osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen välisen palkitsemissopimuksen tarkastelua on kuitenkin nähdäkseni tarpeen käsitellä johdon palkitsemista yleisesti yhtiöoikeuden näkökulmasta. Osakeyhtiölaissa ei ole nimenomaisia säännöksiä johdon palkitsemisen sisällöstä. Tarkastelussa keskitytään sen sijaan lähinnä siihen, miten johdon palkitsemista voidaan hyödyntää agenttikustannusten vähentämiseksi johdon ja osakkeenomistajien välisessä suhteessa.

Johdon palkitsemisesta on kuitenkin annettu suosituksia Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n laatimassa pörssiyhtiöitä koskevassa vuoden 2015 hallinnointikoodissa.²⁸⁹ Lisäksi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä (EU) 2017/828, annettu 17. päivänä toukokuuta 2017, direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajan pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta (jäljempänä osakkeenomistajan oikeudet II-direktiivi), on säännöksiä palkitsemiseen liittyvästä menettelystä, jotka on hiljattain implementoitu osakeyhtiölakiin.²⁹⁰ Nähdäkseni on tarpeellista käsitellä myös näitä suosituksia ja säännöksiä, jotta saadaan käsitys siitä, millaista palkitsemista ja tätä koskevaa menettelyä pidetään yleisesti hyväksyttävänä ja yhtiön edun mukaisena.

²⁸⁸ Poikkeuksena tähän voidaan tosin pitää tilannetta, jossa osakkeenomistaja luopuu osakeomistuksestaan myymällä osakkeensa sekä tilannetta, jossa osakkeenomistajalla ei ole yhtiössä määräysvaltaa vastaavaa taloudellista omistusta. Ks. Dammann 2015, s. 487–496.

²⁸⁹ Hallinnointikoodi on luonteeltaan itsesääntelyä, jonka noudattaminen pörssiyhtiöissä on vapaaehtoista. Sen noudattaminen perustuu niin sanottuun noudata tai selitä (*comply or explain*) -periaatteeseen. Mikäli yhtiö päättää noudattaa hallinnointikoodia muuten kuin kokonaisuudessaan, sen on selostettava ja perusteltava yksittäiset poikkeamat hallintokoodin noudattamisesta. Hallinnointikoodin periaatteiden on oikeuskirjallisuudessa katsottu olevan suositeltavia linjauksia myös muiden kuin pörssiyhtiöiden palkitsemis- ja kannustinjärjestelmien osalta. Ks. Lautjärvi 2017, s. 201.

²⁹⁰ Ks. laki osakeyhtiölain muuttamisesta 512/2019 ja sitä koskeva hallituksen esitys, HE 305/2018 vp.

Tämän jälkeen edetään tarkastelemaan tutkielman varsinaista tutkimuskysymystä. Käsittely jaetaan kahteen osaan. Ensin tarkastellaan tilannetta, jossa palkkion antava osakkeenomistaja on määräävässä asemassa yhtiössä. Tämän jälkeen tarkastellaan tilannetta, jossa palkkion antaa vähemmistöosakkeenomistaja. Jaottelu on nähdäkseni perusteltu, koska vallitsevan doktriinin mukaan vain määräävällä osakkeenomistajalla on fidusiaarisia velvollisuuksia muita osakkeenomistajia kohtaan.

Ensin tarkastellaan siten määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia palkitsemisjärjestelyssä. Kysymystä lähestytään kahden esimerkkiluontoisen palkitsemissopimuksen kautta. Ensi vaiheessa tarkoituksena on vastata tutkimuskysymykseen 1 eli selvittää, voidaanko määräävällä osakkeenomistajalla katsoa olevan sellaisia fidusiaarisia velvollisuuksia muita osakkeenomistajia kohtaan, jotka soveltuisivat palkitsemisjärjestelyn solmimiseen tämän itsekkyysoikeudesta huolimatta. Samassa yhteydessä pyritään vastaamaan tutkimuskysymykseen 2, eli selvitetään fidusiaaristen velvollisuuksien tarkempi sisältö. Tältä osin vastataan samalla myös tutkimuskysymykseen 4 määräävän osakkeenomistajan osalta. Toisessa vaiheessa pyrkimyksenä on vastata tutkimuskysymykseen 3 eli selvittää, minkälaista palkitsemissopimusta tulisi pitää sallittuna ja millaista toisaalta kiellettynä.

Lopuksi tarkastellaan muun kuin määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia palkitsemisjärjestelyssä. Tarkoituksena on vastata tutkimuskysymykseen 4 siltä osin, että voidaanko myös muulla kuin määräävällä osakkeenomistajalla katsoa olevan palkitsemisjärjestelyyn soveltuvia fidusiaarisia velvollisuuksia.

4.2 Johdon palkitsemisesta

4.2.1 Johdon palkitseminen agentin valvonnan muotona

Agenttikustannusten vähentäminen johdon ja osakkeenomistajien välisessä suhteessa edellyttää johdon toiminnan valvontaa osakkeenomistajien toimesta.²⁹¹ Valvontaa toteuttavat ensisijaisesti johtajamarkkinat.²⁹² Johtajamarkkinoiden yritysjohtoon kohdistama valvonta ei ole kuitenkaan aina osakkeenomistajien näkökulmasta riittävää. Osakkeenomistajan vastuulle jää ensinnäkin varmistaa, että johto toimii osakkeenomistajan edun mukaisesti ja ottaa

²⁹¹ Ks. Armour ym. 2017a, s. 29.

²⁹² Tehtävässään menestyneet yritysjohtajat saavat teorian mukaan entistä haasteellisempia ja paremmin palkittuja tehtäviä. Epäonnistuneet johtajat vaihdetaan puolestaan toisiin. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 245. Pidempään huonosti johdetuissa yhtiöissä sen sijaan yritysvaltauksen uhka kasvaa, mikä merkitsee yritysjohdolle markkinoilta tulevaa ulkoista kuria, joka palvelee osakkeenomistajien etua. Ks. Kanninen 1996, s. 100–101.

osakkeenomistajien näkökulmasta oikeansisältöistä ja oikein mitoitettua liikeriskiä.²⁹³ Osakkeenomistajien on myös ratkaistava, mitä epäonnistuneen johdon suhteen olisi tehtävä, sekä miten johdon opportunistia voitaisiin tehokkaasti valvoa.²⁹⁴ Näiden agenttiriskien hallitsemiseksi tarvitaan käytännössä useita erilaisia mekanismeja.²⁹⁵ Viimesijaisia keinoja ovat johdon fidusiaariset velvollisuudet (OYL 1:8) sekä osakeyhtiölain ja muiden lakien johdolle asettamat tapauskohtaiset kiellot ja velvoitteet.²⁹⁶ Näihin kuuluvat esimerkiksi johdon esteellisyttä, lähipiiriliiketoimia ja sisäpiiritiedon väärinkäyttöä koskevat säännökset.²⁹⁷ Johdon toiminnan valvomiseksi on yleisesti katsottu tarvittavan myös positiivisia kannustimia. Osakkeenomistajien näkökulmasta on erityisen tärkeää, että johto pysyy heille lojaalina erilaisissa ristiriitatilanteissa. Johdon kannustinjärjestelmissä keskeisenä ajatuksena on myös yhdenmukaistaa tai ainakin lähentää johdon ja osakkeenomistajien intressejä.²⁹⁸ Johdon palkitseminen ja erilaiset kannustimet ovat myös käytännössä välttämättömiä parhaan mahdollisen johdon sitouttamisessa yhtiöön.²⁹⁹ Johdon ja osakkeenomistajien intressien lähentämisessä käytetään yleensä optioihin tai suoraan osakeomistukseen perustuvaa pitempiaikaista palkitsemis- ja kannustinpalkkausjärjestelmää.³⁰⁰ Palkitseminen voidaan perustaa myös muihin tulostuloksiin, joiden katsotaan edustavan osakkeenomistajien intressejä.³⁰¹ Toimivan kannustinjärjestelmän tulisi jakaa johdolle yhtiöön liittyvää residuaalia.³⁰² Johdon ja osakkeenomistajien välisten agenttikustannusten vähentämiseksi optimaalinen jakosääntö on sellainen, että yrityksen voittojen kasvaessa myös agentin saama palkkio kasvaa.³⁰³

²⁹³ Johdolla ja osakkeenomistajilla on lähtökohtaisesti keskenään erilaiset riskipositiot, mikä voi johtaa intressiristiriitoihin näiden välillä. Johto ei voi lähtökohtaisesti hajauttaa riskiään työskentelemällä useassa yhtiössä vastaavalla tavalla kuin osakkeenomistajat voivat hajauttaa osakeomistuksensa ns. portfolioteorian mukaisesti. Tematiikkaa on käsitelty edellä luvussa 2.2.2.

²⁹⁴ Johdon valvontaongelma korostuu hajautuneen osakeomistuksen yhtiöissä. Ks. Lautjärvi 2017, s. 199.

²⁹⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 245.

²⁹⁶ Johdon osakkeenomistajakontrollia osakeyhtiölainsäädännössä ilmentää etenkin myös osakkeenomistajien oikeus nimittää ja erottaa johto. Tätä oikeutta on pidetty johdon osakkeenomistajakontrollin kulmakivenä. Keskeisessä roolissa voivat olla myös osakkeenomistajille ja yhtiökokoukselle annetut suorat päätöksentekioikeudet. Ks. nimitys- ja päätöksenteko-oikeuksista Armour ym. 2017b, s. 51–62.

²⁹⁷ Mainitut säännökset ohjaavat johdon toimintaa ja helpottavat johdon valvontaa ikään kuin äärimmäisenä lakisääteisenä kehyksenä. Ks. Lautjärvi 2017, s. 199. Säännöksiin liittyy luonnollisesti myös vahingonkorvaus- ja sanktoriski. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 246.

²⁹⁸ Mähönen – Villa 2015, s. 245–246.

²⁹⁹ Lautjärvi 2017, s. 199–200.

³⁰⁰ Tällöin johdon palkitsemis- ja kannustinjärjestelmä koostuu yleensä yhtäältä kiinteästä palkkauksesta ja erinäisistä tulospalkkauksen muodoista ja toisaalta osake- tai optioperusteisesta palkitsemisesta.

³⁰¹ Tällaiset tulostulokset ovat yleensä toimiala- ja yrityskeitaisia. Ks. Lautjärvi 2017, s. 200.

³⁰² Oletuksena on tällöin, että osakkeenomistajien intressit määritellään *shareholder value* -ajattelun mukaisesti. Empiirinen näyttö tukee näkemystä, että johdon palkitsemisjärjestelmän sitominen yhtiön tulokseen, yhtiön arvon kehitykseen tai muuhun osakkeenomistajan intressiä ilmentävään muuttujaan toimii johdon ja osakkeenomistajan intressien lähentämisessä sikäli, kun palkkio on myös mitoitettu oikein. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 246. Ks. myös Helaniemi ym. 2003, s. 19.

³⁰³ Kanninen 1996, s. 110–111.

Osakeyhtiölaissa ei ole säädetty johdon palkitsemisen sisällöstä. Osakeyhtiölain keskeiset periaatteet, kuten toiminnan tarkoitus (OYL 1:5), yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) ja johdon fidusiaariset velvollisuudet (OYL 1:8) soveltuvat tosin luonnollisesti myös johdon palkitsemiseen.³⁰⁴ Johdon palkitseminen voidaankin tästä syystä suorittaa monella eri tavalla. Palkitsemisen ensimmäinen komponentti on yleensä kiinteä peruspalkka ja siihen liittyvät tavanomaiset työsuhde-etuudet. Tällaisella palkkiolla ei ole kuitenkaan toivottua ohjausvaikutusta agentin toimintaan.³⁰⁵ Yleistä on myös tulospalkkaus, jolla voidaan asettaa johdolle osakkeen arvon kehitystä spesifisempiä kannustimia.³⁰⁶ Tulospalkkauksen ongelmia ovat kuitenkin siihen yleisesti liittyvä lyhyt aikajänne sekä riski kannustimen epäonnistumisesta, jos tulospalkkarit ovat täyttyneet, vaikka osakkeenomistajien omistuksen arvo on laskenut.³⁰⁷

Osakeperusteisilla kannustinjärjestelmillä on merkittävä rooli yritysjohdon palkitsemisessa. Osakekannustimet voidaan jakaa esimerkiksi optioperusteisiin kannustinjärjestelmiin ja ei-optioperusteisiin kannustinjärjestelmiin, joissa johdolle jaetaan suoraan yhtiön osakkeita tai rahaa osakkeiden ostamiseksi.³⁰⁸ Osakekannustinten etuna on todetusti se, että ne jakavat yhtiön residuaalia ja lieventävät siten johdon ja osakkeenomistajien välistä päämies-agentti-ongelmaa.³⁰⁹ Osakeperusteisiin kannustinjärjestelmiin liittyy kuitenkin mitoitus- ja aikahorisonttiongelma.³¹⁰ Optioperusteisissa järjestelmissä on puolestaan residuaalisuuden lisäksi se etu, ettei niihin liity johdon näkökulmasta juurikaan taloudellista riskiä.³¹¹ Optio-oikeuksiin

³⁰⁴ Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, ettei yritysjohdon erilaisin kannustus- ja sitouttamismekanismein maksettuihin palkkioihin liity lähtökohtaisesti osakeyhtiöoikeudellista ongelmaa yhtiön edun tai liiketaloudellisen perusteen kannalta. Ongelmia saattaa kuitenkin syntyä tilanteissa, joissa palkkiota maksetaan yhtiön lähipiirille kuten osakkeenomistajille tai hallituksen jäsenille. Ongelmallisena palkitsemista voidaan tältä osin pitää etenkin silloin, kun palkkio ei vastaa tehdyn työn tai muun maksuperusteen arvoa tai kun yhtiön läheistaholle korvataan esimerkiksi tämän yksityismenoja. Jos suoritus vähentää yhtiön varoja ilman hyväksyttävää liiketaloudellista perustetta, kyse on laittomasta varojenjaosta (OYL 13:1.3). Ks. Immonen – Villa 2019, s. 114–116.

³⁰⁵ Kanninen 1996, s. 106–112.

³⁰⁶ Tulospalkkauksena voidaan käyttää esimerkiksi tilikauden tulosta tai muita yrityksen kannattavuutta ja tehokkuutta kuvaavia tunnuslukuja. Lisäksi voidaan huomioida esimerkiksi asiakkaiden määrän kasvun, asiakastytyväisyyden tai tuotettujen palveluiden määrän kaltaisia tekijöitä. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 247.

³⁰⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 246–248.

³⁰⁸ Haapaniemi 2006, s. 41.

³⁰⁹ Ks. Kanninen 1996, s. 106–112.

³¹⁰ Mitoitusongelma johtuu siitä, ettei yritysjohdon varallisuus tai velkaantumiskyky välttämättä riitä sellaisen osakemäärän hankkimiseen, joka lähentäisi johdon ja osakkeenomistajien intressejä riittävästi. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 248–249. Aikahorisonttiongelman osalta osakkeenomistajien edun mukaista olisi yleensä perustaa kannustimet pitkäkestoisiin muuttujiin. Järjestelmien kehityksessä on myös käytännössä menty viime vuosina tähän suuntaan. Ks. Lautjärvi 2017, s. 200. Osakeperusteisiin kannustinjärjestelmiin liittyy myös haasteita muun muassa pelaamisen välttämisen, kustannusten ja tehokkuuden kontrolloinnin, vipuvaikutuksen kontrolloinnin, ylisuuren palkitsemisen välttämisen ja riskinoton kontrolloinnin suhteen. Ks. Haapaniemi 2006, s. 49.

³¹¹ Johdon kannalta ainoa riski on se, ettei osakkeen arvo nouse option toteutushintaa korkeammaksi.

liittyvä kassavirta ei myöskään varsinaisesti rasita optioita antavan yhtiön kassaa.³¹² Optio-oikeuksien kannustinvaikutus voi kuitenkin heikentyä merkittävästi, jos niiden toteutushinta ylittää selvästi osakekurssitasoa.³¹³

4.2.3 *Hallinnointikoodin palkitsemissuosituksista*

Pörssiyhtiöiden osalta palkitsemisesta on annettu suosituksia Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n laatimassa pörssiyhtiöitä koskevassa vuoden 2015 hallinnointikoodissa. Hallinnointikoodi sitoo niitä pörssiyhtiöitä, jotka ovat sitoutuneet noudattamaan sitä kokonaan tai osittain.³¹⁴ Hallinnointikoodin periaatteet ovat soveltuvin osin suositeltavia linjauksia myös muiden kuin pörssiyhtiöiden palkitsemis- ja kannustinjärjestelmiä koskien.³¹⁵

Hallinnointikoodin mukaan toimiva ja kilpailukykyinen palkitseminen on olennainen väline kyvykkään johdon palkkaamiseksi yhtiöön, mikä puolestaan edistää yhtiön taloudellista menestystä ja hyvän hallinnoinnin toteuttamista. Palkitsemisen katsotaan tukevan yhtiön asettamien tavoitteiden ja yhtiön strategian toteutumista sekä pitkän aikavälin tuloksellisuutta. Palkitsemisen tulisi kuitenkin olla oikeassa suhteessa yhtiön kehitykseen ja pitkän aikavälin arvonmuodostukseen. Palkitsemisen sitomisen suoritus- ja tuloskriteereihin ja niiden toteutumisen seurannan katsotaan lisäävän luottamusta palkitsemisen toimivuuteen. Hallinnointikoodissa korostetaan lisäksi palkitsemisen avoimuutta.³¹⁶

Palkitsemisen rakenteen osalta hallinnointikoodissa korostetaan, että johdon palkitsemisen tavoitteena on edistää yhtiön pitkän aikavälin taloudellista menestystä, kilpailukykyä ja omistaja-arvon suotuisaa kehitystä. Palkitsemisen tulisi perustua ennalta määrättyihin ja mitattaviin suoritus- ja tuloskriteereihin. Palkitseminen voi koostua kiinteistä ja muuttuvista

³¹² Mähönen – Villa 2015, s. 251–253.

³¹³ Haapaniemi 2006, s. 41–42, 49–56. Optio-oikeudet saattavat myös kannustaa yritysjohtoa ottamaan ylisuuria liikeriskejä kurssien ollessa nousussa. Osakekurssien kehityksen on lisäksi katsottu olevan enemmänkin sidoksissa talouselämän sykliisyyteen kuin siihen, miten hyvin johto on onnistunut tehtävässään. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 252.

³¹⁴ Pörssiyhtiö voi poiketa yksittäisistä suosituksista, jos sillä on poikkeamiseen perusteltu syy. Keskuskaupakamarin vuoden 2019 Corporate Governance -selvityksen mukaan 73 % suomalaisista pörssiyhtiöistä noudattaa hallinnointikoodia ilman poikkeuksia. 27 % yhtiöistä poikkeaa yhdestä tai useammasta hallinnointikoodin yksittäisestä suosituksesta. Ks. Keskuskaupakamarin Corporate Governance -selvitys 2019.

³¹⁵ Lautjärvi 2017, s. 201.

³¹⁶ Palkitsemisen sisältöä ja päätöksentekoa koskeva avoimuuden katsotaan antavan osakkeenomistajille mahdollisuuden arvioida yhtiön palkitsemisen tarkoituksenmukaisuutta ja suhdetta tavoitteiden saavuttamiseen. Avoin raportointi helpottaa myös palkitsemiskäytäntöjen vertailua. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Luku V (Palkitseminen) sekä palkitsemista koskevaa raportointia koskevat ohjeistukset (s. 51–53).

palkoista ja palkkioista, joiden osien tulee olla palkitsemisen tavoitteisiin nähden tarkoituksenmukaisessa suhteessa toisiinsa, ja joille voi olla perusteltua asettaa enimmäisrajat.³¹⁷

Hallitus- ja valiokuntapalkkiot voidaan kokonaan tai osittain maksaa yhtiön osakkeina. Hallituksen jäsenten osakeomistuksen yhtiössä katsotaan edistävän hyvää hallinnointia. Hallituksen jäsenten osakeomistusta voidaan kasvattaa esimerkiksi maksamalla hallitus- ja valiokuntapalkkiot osittain tai kokonaan osakkeina.³¹⁸ Hallitus- ja valiokuntatyöskentelystä maksettavista palkkioista ja niiden määräytymisperusteista päättää yhtiökokous.³¹⁹

Arvopaperimarkkinayhdistys ry on antanut toukokuussa 2019 ehdotuksen uudeksi hallinnointikoodiksi, jonka on tarkoitus tulla voimaan 1.1.2020. Ehdotetut muutokset liittyvät osakkeenomistajan oikeudet II-direktiivin kansalliseen implementointiin. Palkitsemisen osalta keskeisimmät muutokset liittyvät palkitsemista koskevaan raportointiin. Palkitsemista koskevan raportoinnin lähtökohtana on, että kaikki lainsäädännöstä johtuvat vaatimukset sisältyvät koodin raportointijaksoon, jonka noudattaminen on pakollista, toisin kuin koodin suositusten. Nykyinen palkka- ja palkkioselvitys korvautuisi lisäksi yhtiön toimielinten palkitsemispolitiikalla ja palkitsemisraportoinnilla.³²⁰

4.2.4 *Palkitsemispolitiikkaa ja -raporttia koskevasta sääntelystä*

Kysymys johdon palkitsemisesta on perinteisesti jätetty Suomessa itsesääntelyn varaan.³²¹ Oikeustila on kuitenkin hiljattain muuttunut johdon palkitsemista koskevan yhtiöoikeudelli-

³¹⁷ Muuttuvat palkan ja palkkion osat voivat perustua pitkän tai lyhyen aikavälin suorituksiin ja tuloksiin, ja niiden perusteena voidaan käyttää mahdollisimman yksiselitteisesti mitattavissa olevia taloudellisia ja ei-taloudellisia suoritus- ja tuloskriteereitä. Muuttuvien palkan ja palkkion osien kohdalla määritellään aika, jolta asetettujen suoritus- ja tuloskriteerien täyttyminen arvioidaan (ansaintajakso). Samoin voidaan edellyttää, että ansaintajaksolta saatu palkkio on käytettävissä vasta kun ansaintajakson jälkeen on kulunut tietty ennalta määritetty aika (sitouttamisjakso). Osakkeina maksettujen palkkioiden osalta yhtiö voi edellyttää, että maksetut osakkeet pidetään omistuksessa koko toimisuuteen ajan. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Suositus 24 ja suositusten perustelut.

³¹⁸ Yhtiö voi edellyttää, että hallituksen jäsen pitää palkkiona saamansa tai muuten hankkimansa osakkeet tai osan niistä omistuksessaan vähintään hallitusjäsenyytensä ajan. Osakeperusteisten palkitsemisjärjestelmien käyttö ulkopuolisten hallituksen jäsenten (*non-executive director*) palkitsemisessa ei ole pääsääntöisesti perusteltua osakkeenomistajien etujen näkökulmasta. Hallituksen osallistuminen samaan osakeperusteiseen palkitsemisjärjestelmään muun johdon tai henkilöstön kanssa voi heikentää hallituksen valvontavelvollisuuden toteuttamista ja aiheuttaa eturistiriitoja. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Suositus 23 ja suositusten perustelut.

³¹⁹ Toimitusjohtajan palkitsemisesta ja hänelle maksettavista muista korvauksista päättää hallitus. Yhtiön on määriteltävä muun johdon palkitsemista koskeva päätöksentekojärjestys. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Suositus 22 ja suositusten perustelut.

³²⁰ Ks. Ehdotus hallinnointikoodin suosituksiksi 15.5.2019 ja Ehdotus hallinnointikoodin raportointijaksoksi 15.5.2019.

³²¹ Ks. HE 305/2018 vp, s. 13.

sen päätöksenteon ja tiedonantovelvollisuuksien osalta. Taustalla on osakkeenomistajan oikeudet II-direktiivi, jolla on muutettu aiempaa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä 2007/36/EY, annettu 11. päivänä heinäkuuta 2007, osakkeenomistajien eräiden oikeuksien käyttämisestä julkisesti noteeratuissa yhtiöissä (jäljempänä osakkeenomistajan oikeudet -direktiivi), muun muassa johdon palkitsemista koskien. Säännökset eivät sinänsä koske palkitsemisen sisältöä tai tutkimuskysymyksen kohteena olevaa osakkeenomistajan ja johdon välistä järjestelyä. Ne ilmentävät kuitenkin uudenlaista sääntelystrategiaa johdon palkitsemisen suhteen, ja ne vaikuttavat johdon palkitsemisen oikeudelliseen kokonaiskuvaan. Nähdäkseni on siten tarpeen käsitellä näitä säännöksiä keskeisimmiltä osin.

Osakkeenomistajan oikeudet II-direktiivin 9 a artiklan 1 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että yhtiöt laativat johtajia koskevan palkitsemispolitiikan ja että osakkeenomistajilla on oikeus äänestää palkitsemispolitiikasta yhtiökokouksessa. 9 b artiklan 1 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että yhtiö laatii selkeän ja ymmärrettävän palkitsemisraportin, joka antaa kattavan kokonaiskuvan yksittäisten johtajien palkitsemisesta.

Osakkeenomistajan oikeudet II-direktiivin 9 a artiklan määräykset palkitsemispolitiikkaa koskevasta yhtiöoikeudellisesta päätöksenteosta on implementoitu kansallisesti OYL 5:3 a:ssä ja 6:14 a:ssä.³²² OYL 5:3 a.1:n nojalla pörssiyhtiön³²³ palkitsemispolitiikka on esitettävä yhtiökokoukselle vähintään neljän vuoden välein. Myös palkitsemispolitiikan olennaiset muutokset on esitettävä yhtiökokoukselle. Yhtiökokous päättää, kannattaako se esitettyä palkitsemispolitiikkaa. Yhtiökokouksen päätös on neuvoa-antava. OYL 6:14 a.1:n mukaan pörssiyhtiössä päätöksen hallituksen jäsenten palkitsemisesta on perustuttava yhtiökokoukselle esitettyyn palkitsemispolitiikkaan.

Osakkeenomistajan oikeudet II-direktiivin 9 b artiklan määräys yhtiökokouksen oikeudesta järjestää neuvonantava äänestys palkitsemisraportoinnista on puolestaan implementoitu kansallisesti OYL 5:3 b:ssä.³²⁴ OYL 5:3 b:n mukaan pörssiyhtiön varsinaisessa yhtiökokouksessa on päätettävä palkitsemisraportin hyväksymisestä. Yhtiökokouksen päätös on neuvoa-antava. Yhtiön velvollisuudesta julkistaa palkitsemisraportti ja sen sisällöstä säädetään puolestaan AML 7:7 b:ssä.

³²² Ks. HE 305/2018 vp, s. 167–168 ja 174–175.

³²³ Pörssiyhtiöllä tarkoitetaan OYL 1:10.1:n nojalla osakeyhtiötä, jonka osake on kaupankäynnin kohteena kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla.

³²⁴ Ks. HE 305/2018, s. 168–169.

4.3 Määräävän osakkeenomistajan velvollisuudet palkitsemisjärjestelyssä

4.3.1 Palkitsemissopimuksen sisällöstä

Osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen välisiä palkitsemisjärjestelyjä ei ole toistaiseksi tullut Suomessa julkisuuteen, joten asiassa on tukeuduttava fiktiivisiin esimerkkeihin. Palkitsemisjärjestelyjen oikeudellista arviointia lähestytään kahden esimerkkitapauksen avulla.

Esimerkki 1. Pörssiyhtiön hallituksen jäsen tekee yhtiön merkittävän osakkeenomistajan kanssa osto-optiosopimuksen, jonka kohde-etuutena on yhtiön osakkeita. Optiosopimuksen aikajänne on pitkä. Hallituksen jäsen maksaa optioista markkinaehtoisen korvauksen.³²⁵ Sopimuksen syynä on se, että hallituksen jäsen haluaa lisätä osakeomistustaan yhtiössä. Kuvatuslaisia optioita ei ole kuitenkaan saatavilla markkinoilta. Hallituksen jäsen tekee tämän vuoksi osto-optiosopimuksen merkittävän osakkeenomistajan kanssa, joka pitää optioiden myöntämistä vastaavasti omien etujensa mukaisena.

Esimerkki 2. Pörssiyhtiön hallituksen jäsen tekee yhtiön merkittävän osakkeenomistajan kanssa sopimuksen, jonka perusteella osakkeenomistaja maksaa hallituksen jäsenelle rahapalkkion, jos tietyt tehokkuuteen tai kannattavuuteen liittyvät tunnusluvut täyttyvät yhtiössä. Tunnuslukuihin voivat kuulua esimerkiksi pörssikurssi, tilikauden tulos, EBITDA tai jaetun osingon määrä. Sopimuksen tarkoituksena on, että osakkeenomistaja haluaa kannustaa hallituksen jäsentä toimimaan yhtiön johdossa siten, että juuri kyseiset tunnusluvut täyttyisivät. Osakkeenomistaja katsoo tunnuslukujen ilmentävän sijoitusstrategiaansa ja intressejään yhtiössä.

Esimerkkisopimuksia voitaisiin nähdäkseni arvioida keskenään eri tavoin sen suhteen, miten niiden asettamat kannustimet liittyvät yhtäältä yhtiön etuun ja toisaalta palkkion antavan osakkeenomistajan yksityisiin etuihin yhtiössä. Seuraavassa tarkastellaan ensin tällaisten palkitsemisjärjestelyjen vaikutuksia yhtäältä johdon ja osakkeenomistajien ja toisaalta osakkeenomistajien välisiin päämies-agenttisuhteisiin. Tämän jälkeen tarkastellaan varsinaista kysymystä määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista järjestelyyn liittyen. Lisäksi tarkastellaan erilaisten järjestelyjen hyväksyttävyyttä, miltä osin hyödynnetään

³²⁵ Optioiden markkinaehtoinen hinta voidaan määritellä esimerkiksi Black–Scholes -mallia hyödyntäen. Ks. Black – Scholes 1973, s. 637–653.

edellä esitettyjä esimerkkisopimuksia. Lopuksi tarkastellaan lyhyesti kysymystä määräävän osakkeenomistajan korvausvastuun syntymisestä.

4.3.2 *Palkitsemisjärjestelystä päämies-agenttiteorian näkökulmasta*

Edellä kuvatuilla palkitsemisjärjestelyillä on vaikutus ensinnäkin johdon ja osakkeenomistajien väliseen päämies-agenttisuhteeseen. Toiseksi niillä saattaa olla myös merkitystä osakkeenomistajien välisessä päämies-agenttisuhteessa, jos palkkion antava osakkeenomistaja voi käyttää yhtiössä sellaista tosiasiallista päätösvaltaa, jonka nojalla tätä voidaan pitää päämies-agenttiteorian tarkoittamassa mielessä muiden osakkeenomistajien agenttina. Agenttikustannusten arviointi voi muodostua nähdäkseni varsin erilaiseksi sen mukaan, kumpaa päämies-agenttisuhdetta tarkastellaan.

Johdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen osalta palkitsemisjärjestelyä voitaisiin nähdäkseni pitää osakkeenomistajan toimesta tapahtuvana johdon toiminnan valvonnan muotona. Etenkin jos järjestely jakaa hallituksen jäsenelle yhtiöön liittyvää residuaalia, sen voisi ajatella lähinnä lieventävän johdon ja osakkeenomistajien välistä päämies-agenttiongelmia.³²⁶ Järjestelyn ainoana merkittävänä erona tavalliseen johdon osakeperusteiseen palkitsemiseen olisi se, että hallituksen jäsen tekee palkitsemissopimuksen yhtiön sijaan tietyn osakkeenomistajan kanssa, ja kyseinen osakkeenomistaja suorittaa omista varoistaan siihen liittyvän mahdollisen osake- tai käteiskorvauksen.

Tämä vaikuttaisi *prima facie* olevan muiden osakkeenomistajien kannalta varsin edullista. Järjestely ei suoraan vähentäisi yhtiön varallisuutta tai lisäisi sen velkoja, vaan siihen liittyvä korvaus jäisi palkkion antavan osakkeenomistajan suoritettavaksi. Tästä näkökulmasta yhtiön muut osakkeenomistajat pääsisivät siten hyötymään palkkion antavan osakkeenomistajan suorittamasta johdon toiminnan valvonnasta ilman, että he kantaisivat valvonnasta aiheutuvia kustannuksia. Kyse voisi siten olla jopa vapaamatkustajatilanteesta. Palkkion antavan osakkeenomistajan johdon toiminnan valvomiseen käyttämistä resursseista merkittävä osa koituisi nimittäin muiden osakkeenomistajien eduksi siitä riippumatta, osallistuvatko

³²⁶ Yhtiöön liittyvää residuaalia jakavien palkitsemis- ja kannustinjärjestelmien on katsottu yleisesti yhdenmukaistavan johdon ja osakkeenomistajien etuja ja siten lieventävän näiden väliseen päämies-agenttisuhteeseen liittyvää intressiristiriitaa. Ks. esim. Kanninen 1996, s. 108–112, Lautjärvi 2017, s. 199–200 ja Mähönen – Villa 2015, s. 246.

nämä itse johdon toiminnan valvomiseen.³²⁷ Mielestäni on siten varsin epärealistista, että osakkeenomistaja olisi valmis osallistumaan tällaiseen palkitsemisjärjestelyyn, jos sen hyödyt koituisivat samassa suhteessa yhtiön kaikille osakkeenomistajille. Osakkeenomistajalla tuskin voidaan ajatella olevan lähtökohtaisia kannustimia palkita hallituksen jäsentä omista varoistaan, ellei osakkeenomistaja katso saavansa järjestelystä erityistä etua.

Palkitsemisjärjestelyn vaikutusta yhtiön päämies-agenttisuhteisiin voidaan nähdäkseni tarkastella myös toisesta tulokulmasta. Palkitsemisjärjestely voitaisiin nähdä palkkion antavan osakkeenomistajan epämuodollisena vallankäyttönä, jolloin tämän tarkoituksena olisi edistää omia yksityisiä etujaan yhtiössä.³²⁸ Järjestely ei sinänsä vaikuta suoraan yhtiön varallisuusasemaan eikä sillä ole siten välitöntä negatiivista vaikutusta muiden osakkeenomistajien etuihin. Ongelma kuitenkin syntyy siitä, että järjestely saattaa asettaa hallituksen jäsenelle sellaisia kannustimia, jotka ovat osakkeenomistajien yhteisen edun sijaan pikemminkin palkkion antavan osakkeenomistajan yksityisten etujen mukaisia.³²⁹

Järjestelyä voitaisiin nähdäkseni pitää ongelmallisena etenkin, jos siinä asetetut kannustimet eroavat selvästi sellaisista kannustimista, joiden katsotaan olevan osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisia.³³⁰ Riskinä on, että palkitsemisjärjestely asettaa hallituksen jäsenelle kannustimen edistää yhtiössä juuri palkkion antavan osakkeenomistajan yksityisiä etuja yhtiön ja muiden osakkeenomistajan etujen kustannuksella.³³¹ Järjestely herättää mielestäni myös epäilyksen hallituksen jäsenen laajemmasta riippuvuussuhteesta palkkion antavaan osakkeenomistajaan. Tällöin palkkion antava osakkeenomistaja saisi siten hallituksen jäsenestä

³²⁷ Sikäli kun osakkeenomistaja tavoittelee oman etunsa maksimointia, teorian mukaan tämä yleensä pidättäytyy johdon toiminnan valvonnasta olettaen, että muut osakkeenomistajat tekevät tämän heidän puolestaan. Ks. Pönkä 2012, s. 32 ja hänen mainitsemansa lähteet.

³²⁸ Oikeuskirjallisuudessa etenkin määräävässä asemassa olevan osakkeenomistajan epämuodollista vallankäyttöä yhtiökokouksen ulkopuolella on pidetty jopa siinä määrin ongelmallisena osakkeenomistajien välisen yhdenvertaisuuden kannalta, että OYL 1:7:n mukainen yhdenvertaisuusperiaate on katsottu voitavan tulkinalla laventaa koskemaan myös esimerkiksi tilanteita, joissa määräävä osakkeenomistaja yhtiökokouksen ulkopuolella painostaa hallitusta tekemään yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisen päätöksen. Ks. Pönkä 2012, s. 252–253. Vastaavaa tulkintaa on puollettu myös spesifimmin määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden osalta. Ks. Nyström 2016, s. 244.

³²⁹ Palkitsemis- ja kannustinjärjestelyillä on yleisesti tunnustettu olevan myös tietynlainen ohjausfunktio eli tietyn palkitsemisjärjestelyn valinnalla osakkeenomistajat antavat käytännössä yritysjohdolle varsin selkeän viestin siitä, mitä he johdolta odottavat. Ks. Hirvonen ym. 2003, s. 54–55. Vastaavasti voitaisiin mielestäni ajatella, että yksittäisen osakkeenomistajan ryhtyessä sopimusteitse tiettyyn palkitsemisjärjestelyyn johdon kanssa tämä antaa selvän viestin siitä, mitä juuri kyseinen osakkeenomistaja johdolta odottaa.

³³⁰ Edellä on katsottu, että osakkeenomistajien yhteinen etu voidaan määritellä osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimoinniksi siten, että arvioinnissa tarkastellaan pitkän aikavälin tuottoja. Ks. luku 2.1.3.

³³¹ Ongelma juontuu siitä, että osakkeenomistajien intressit voivat poiketa toisistaan merkittävästi. Ks. edellä luku 2.1.3.

tavallaan "oman agentin" tai käänteisesti ajatellen tästä osakkeenomistajasta tulisi hallituksen jäsenen "vahvempi päämies". Tämä olisi luonnollisesti ongelmallista sen suhteen, että johdon tulisi OYL 1:8:n nojalla kaikkien osakkeenomistajien agenttina edistää yhtiössä näiden yhteistä etua.³³²

4.3.3 *Määräävän osakkeenomistajan fidusiaristen velvollisuuksien soveltamisesta*

Seuraavassa pohditaan, voitaisiinko määräävän osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen väliseen palkitsemisjärjestelyyn puuttua määräävän osakkeenomistajan fidusiaristen velvollisuuksien perusteella. Määräävällä osakkeenomistajalla tarkoitetaan tässä osakkeenomistajaa, jolla on KPL 1:5:ssä tarkoitettu määräysvalta yhtiössä.³³³ Tältä osin pohditaan etenkin, voitaisiinko määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta soveltaa tällaiseen yhtiökokouksen ulkopuolella tehtyyn järjestelyyn, vaikka OYL 1:7:n 2. virke soveltuu sanamuotonsa mukaan vain yhtiökokoukseen ja johtoon. Keskeistä on myös arvioida, miten määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ja itsekkyysoikeuden välinen ristiriita tulisi palkitsemisjärjestelyä koskevassa tapauksessa ratkaista.

Rikkomuksen toteamiseen riittää, että osakkeenomistajalla katsotaan olevan velvollisuus tietyissä tilanteissa pidättäytyä toimimasta yhtiön edun vastaisesti. Edellä esitettyä osakkeenomistajan aktiivisiin toimimisvelvollisuuksiin liittyvää tematiikkaa ei siten ole tässä yhteydessä tarpeen käsitellä. Määräävän osakkeenomistajan fidusiarisilla velvollisuuksilla viitataan lojaliteettivelvollisuuteen. Toisin kuin johdolla, osakkeenomistajilla ei yleisesti katsota olevan huolellisuusvelvollisuutta.³³⁴

Teoreettisesti osakkeenomistajan fidusiariset velvollisuudet palkitsemisjärjestelyä koskien voitaisiin mielestäni liittää siihen, että hallituksen jäsenestä tulisi järjestelyn myötä tavallaan palkkion antavan osakkeenomistajan yksityinen agentti yhtiössä. Osakkeenomistajan fidusiaristen velvollisuuksien olemassaoloa voitaisiin tällöin perustella esimerkiksi sillä, että

³³² Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 321–322; Airaksinen ym. 2018a, s. 53–56, Kyläkallio ym. 2017a, s. 11–12, 19–21 ja Pönkä 2012, s. 321–323. Ks. myös edellä luku 2.1.

³³³ Olen edellä luvussa 3.4.4 katsonut, että määräävän osakkeenomistajan fidusiarisia velvollisuuksia koskevaa doktriinia olisi sinänsä joissain tilanteissa perusteltua soveltaa myös muihin kuin KPL 1:5:n mukaista määräysvaltaa käyttäviin osakkeenomistajiin. Kysymystä ei ole kuitenkaan mahdollista arvioida tarkemmin tässä yhteydessä. Selkeyden vuoksi määräävänä osakkeenomistajana pidetään siten sellaista osakkeenomistajaa, jolla on KPL 1:5:ssä tarkoitettu määräysvalta yhtiössä.

³³⁴ Ks. Savela 2015, s. 202, Airaksinen ym. 2018b, s. 816–819 ja Nyström 2016, s. 256–257. Ks. luku 3.4.4.

osakkeenomistaja tavallaan "samaistuu" johtoon, jolla puolestaan on OYL 1:8:n nojalla velvollisuuksia yhtiötä ja osakkeenomistajia kohtaan.³³⁵ Tältä osin liikutaan kuitenkin varsin abstraktilla tasolla. Nähdäkseni on tarpeen lähestyä kysymystä ensin konkreettisemmin yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisalan kautta.

Edellä on esitetty, että osakkeenomistaja voi palkitsemisjärjestelyn myötä saavuttaa epäoikeutettua etua muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Tämä voi seurata yhtäältä palkitsemissopimuksen hallituksen jäsenelle asettamista kannustamista ja toisaalta hallituksen jäsenen mahdollisesta laajemmasta riippuvuussuhteesta palkkion antavaan osakkeenomistajaan. Palkitsemisjärjestelyä olisi siten nähdäkseni perusteltua tarkastella OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislausekkeen näkökulmasta. Yleislausekkeen soveltaminen palkitsemisjärjestelyyn vaikuttaa *prima facie* ongelmalliselta, koska järjestely ei vaikuta suoraan yhtiön varallisuus-asemaan eikä se siten voi tuottaa välitöntä epäoikeutettua etua palkkion antavalle osakkeenomistajalle tai välitöntä vahinkoa yhtiölle.

Tarkalleen ottaen yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamisedellytyksenä on kuitenkin se, että päätös tai muu toimenpide *on omiaan* tuottamaan epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.³³⁶ Nähdäkseni olisi siten perusteltua pohtia kysymystä palkitsemisjärjestelyn yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuudesta siitä näkökulmasta, että järjestely on omiaan tuottamaan palkkion antavalle osakkeenomistajalle epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella järjestelyyn sisältyvistä hallituksen jäsenelle asetetuista kannustimista johtuen.

Yleislausekkeen soveltamista osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen väliseen palkitsemisjärjestelyyn vaikeuttaa todetusti myös se, että OYL 1:7:n 2. virke soveltuu sanamuotonsa

³³⁵ Yhdysvalloissa ajatusta määrävän osakkeenomistajan fidusiaarisista velvollisuuksista on perusteltu juuri sillä, että tämä voi nimittää johdon. Tästä johtuen osakkeenomistaja tavallaan "samaistuu" johtoon, jolla puolestaan on lakiin perustuvia fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä ja osakkeenomistajia kohtaan. Ks. Laine 2012, s. 84 ja Anabtawi – Stout 2008, s. 1269. OYL 1:8:n soveltamista osakkeenomistajaan joiltain osin voitaisiin tällöin perustella myös oikeussääntöjen tehokkuustavoitteella. Ks. määrävän osakkeenomistajien fidusiaaris-ten velvollisuuksien osalta yleisesti Mähönen – Villa 2015, s. 413.

³³⁶ Yhdenvertaisuusperiaatteen "on omiaan" -soveltamiskriteeri otettiin alun perin vuoden 1978 osakeyhtiölain yhtiökokousta (EOYL 9:16) ja johtoa (EOYL 8:14.1) koskeviin yleislausekkeisiin. Ajatuksena oli, ettei yleislausekkeen vetoavan osakkeenomistajan näytövelvollisuudelle tulisi asettaa liian korkeita vaatimuksia. Säännösten soveltuminen ei rajoittuisi sellaisiin tapauksiin, joissa päätöksellä sellaisenaan on haitallisia vaikutuksia. Niitä voitaisiin soveltaa myös, jos haittavaikutukset esiintyvät vasta päätöstä toimeenpantaessa. Ks. HE 27/1977 vp, s. 68. Yhtiökokouksen päätöstä voidaan esimerkiksi siten moittia OYL 21:1:n perusteella, jos on *todennäköistä*, että päätös rikkoo osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. Yleislausekkeeseen voidaan vedota myös silloin, kun päätöksen haittavaikutukset esiintyvät vasta päätöksen täytäntöönpanon yhteydessä. Ks. Pönkä 2012, s. 280–284.

mukaan vain yhtiökokoukseen ja yhtiön johtoon. Määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus voidaan kuitenkin nähdäkseni tulkinnalla ulottaa koskemaan myös tämän toimintaa yhtiökokouksen ulkopuolella.³³⁷ Osakkeenomistajan korvausvastuuta koskeva OYL 22:2 soveltuu nimittäin myös siihen, että osakkeenomistaja myötävaikuttaa osakeyhtiölain rikkomiseen yhtiökokouksen ulkopuolella. Kun yleislauseketta luetaan yhdessä osakkeenomistajan korvausvastuuta koskevan säännöksen kanssa, olisi mielestäni perusteltua katsoa, että määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus koskee myös tämän toimia yhtiökokouksen ulkopuolella.³³⁸ Katson, että määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus soveltuu siten lähtökohtaisesti siihen, että tämä solmii hallituksen jäsenen kanssa palkitsemissopimuksen.

Määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta on kuitenkin aina tapauskohtaisesti punnittava osakkeenomistajan lähtökohtaista itsekkyysoikeutta vasten.³³⁹ Myös määräävällä osakkeenomistajalla on lähtökohtaisesti oikeus edistää omia taloudellisia tavoitteitaan yhtiössä, ja siten myös oikeus pyrkiä vaikuttamaan hallituksen toimintaan tässä tarkoituksessa. Samanaikaisesti on toki selvää, että hallituksen jäsenillä on OYL 1:8:n nojalla lojaliteettivelvollisuus yhtiötä kohtaan, johon sisältyy kielto toimia pelkästään tietyn omistajan välitömien etujen mukaisesti.³⁴⁰ OYL 1:8 ei kuitenkaan itsessään sovellu osakkeenomistajan toimintaan. Kysymys lojaliteettivelvollisuuden ja itsekkyysoikeuden välisen ristiriidan ratkaisemisesta käytännön soveltamistilanteessa on hankala, eikä lainsäädännöstä, oikeuskäytännöstä tai oikeuskirjallisuudesta ole saatavissa tältä osin paljoakaan tulkinta-apua.

Tulkinta-apua voitaisiin mielestäni kuitenkin hakea tältäkin osin osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevasta sääntelystä. Esitöiden mukaan osakkeenomistajan vahingonkorvausvelvollisuus voi perustua tilanteeseen, jossa emoyhtiö tai vastaava määräysvallan käyttäjä saa hallituksen toimimaan lainvastaisesti, kuten yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisesti.³⁴¹ Katson, että tätä asetelmaa voitaisiin pitää tulkinnallisena lähtökohtana määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden suhteen palkitsemisjärjestelyä koskien.

³³⁷ Ks. edellä luvut 3.4.2 ja 3.4.4.

³³⁸ Vastaavasti Nyström 2016, s. 243–245. Ks. edellä luku 3.4.4.

³³⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 413–414.

³⁴⁰ HE 109/2005 vp, s. 41.

³⁴¹ HE 109/2005 vp, s. 196. Vastaava näkemys on esitetty jo vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 109/2005 vp, s. 111.

Määräävä osakkeenomistaja käyttää jo lähtökohtaisesti merkittävää vaikutusvaltaa suhteessa johtoon, vaikka nämä eivät solmisi edellä kuvattua palkitsemisjärjestelyä. Määräävä osakkeenomistaja voi esimerkiksi OYL 6:9:n nojalla määrittää yksin yhtiön koko hallituksen kokoonpanon tekemällä yhtiökokouksessa oman äänivaltansa perusteella OYL 5:26:n mukaisen enemmistöpäätöksen.³⁴² Hallituksen jäsenet ovat asemansa suhteen siten jo valmiiksi riippuvaisia määräävän osakkeenomistajan suosiosta.³⁴³ Jos määräävä osakkeenomistaja voi lisäksi vaikuttaa hallituksen jäsenen kannustimiin solmimalla tämän kanssa kahdenvälisen palkitsemissopimuksen, osakkeenomistajan vaikutusvalta suhteessa hallituksen jäsenen kasvaa entisestään. Näin on etenkin, jos hallituksen jäsen on kyseisen osakkeenomistajan nimittämä.

Palkitsemisjärjestelyn voisi katsoa tällöin merkitsevän käytännössä sitä, että määräävä osakkeenomistaja painostaa hallituksen jäsentä toimimaan tehtävissään osakkeenomistajan halumalla tavalla ja sopimuksessa asetettujen kannustimien mukaisesti. Jos palkitsemissopimus asettaa hallituksen jäsenelle kannustimen rikkoa esimerkiksi yhdenvertaisuusperiaatetta tai johdon lojaliteettivelvollisuutta, olisi nähdäkseni perusteltua katsoa myös määräävän osakkeenomistajan tällöin myötävaikuttavan osakeyhtiölain rikkomiseen. Sikäli kun määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus kytketään osaltaan myös OYL 22:2:n korvaussäännökseen, olisi mielestäni perusteltua katsoa määräävän osakkeenomistajan rikko-
van myös lojaliteettivelvollisuuttaan muita osakkeenomistajia kohtaan solmimalla tällaisen palkitsemisjärjestelyn.³⁴⁴ Ottaen huomioon, kuinka merkittävää vaikutusvaltaa määräävä osakkeenomistaja tällöin käyttää hallituksen jäsentä kohtaan, järjestelyä ei mielestäni voitaisi myöskään oikeuttaa vetoamalla osakkeenomistajan itsekkyysoikeuteen. Rikkomuksen

³⁴² OYL 6:9:n nojalla yhtiöjärjestyksessä voidaan tosin määrätä, että vähemmän kuin puolet hallituksen jäsenistä valitaan muussa järjestyksessä. Joka tapauksessa määräävä osakkeenomistaja voi siten nimittää vähintään puolet hallituksen jäsenistä, joten tämä käyttää merkittävää vaikutusvaltaa suhteessa hallitukseen. Tällaisella yhtiöjärjestysmääräyksellä tuskin olisi siten merkittävää vaikutusta tutkimuskysymyksen arviointiin. Kysymystä ei ole nähdäkseni tarkoituksenmukaista käsitellä tarkemmin tässä yhteydessä.

³⁴³ Tätä on itse asiassa pidetty yhtenä syynä sille, miksi määräävän osakkeenomistajien ja muiden osakkeenomistajien välillä vallitsee lähtökohtaisesti päämies-agenttisuhteet päämies-agenttiteorian tarkoittamassa mielessä. Ks. Vahtera 2011, s. 120–123. Yhdysvalloissa määräävän osakkeenomistajan mahdollisuutta nimittää yhtiön hallitus on pidetty ratkaisevana perusteena asettaa tälle yhtiön johdon tavoin fidusiarisia velvollisuuksia. Ks. Anabtawi – Stout 2008, s. 1269–1271.

³⁴⁴ Määräävän osakkeenomistajan asemaa voitaisiin tällöin nähdäkseni arvioida myös varjojohtajaa (*shadow director*) koskevan doktriinin mukaan. Yhdistyneen Kuningaskunnan oikeudessa varjojohtajana pidetään henkilöä, jonka ohjeiden ja neuvojen mukaan yhtiön johto on tottunut toimimaan. Ks. Companies Act of 2006 (jäljempänä "CA"), Section 251. Kyse on käytännössä henkilöstä, joka tosiasiallisesti ohjaa johdon päätöksentekoa. Salo on esittänyt, että johdon fidusiariset velvollisuudet voitaisiin analogialla ulottaa soveltumaan myös varjojohtajaan. Ks. Salo 2015, s. 184–185 ja 190–191. Kun kyseessä on määräävä osakkeenomistaja, on kuitenkin nähdäkseni luontevampaa puuttua ongelmaan määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden perusteella. Ks. Nyström 2016, s. 244–245 ja 253–257, joka on puoltanut samansuuntaista tulkintaa.

toteaminen jäisi kuitenkin riippumaan palkitsemissopimuksen sisällöstä siltä osin, asettaako se tosiasiaassa hallituksen jäsenelle selkeän kannustimen rikkoa osakeyhtiölakia.

Tulkintaa puoltaa mielestäni myös se, että vähemmistöosakkeenomistajien muut oikeussuojakeinot jäävät asetelmassa varsin vähäisiksi. Koska määräävä osakkeenomistaja käyttää enemmistövaltaa yhtiökokouksessa, vähemmistöön jäävillä osakkeenomistajilla ei ole esimerkiksi mahdollisuutta vaihtaa hallituksen kokoonpanoa. Vähemmistöosakkeenomistajat voisivat sinänsä hakea vahingonkorvausta hallituksen jäseneltä OYL 22:1:n nojalla sillä perusteella, että tämän tekemä päätös on aiheuttanut vahinkoa yhtiölle. Olisi siten mahdollista argumentoida, ettei vähemmistöosakkeenomistajille olisi tarvetta turvata erillistä kanne-oikeutta määräävää osakkeenomistajaa kohtaan. Johdon vahingonkorvausuhkaa ei ole kuitenkaan käytännössä pidetty kovin tehokkaana valvontamekanismina. Johdon opportunistisia parhaiten rajoittavana mekanismina on pidetty sen sijaan juuri osakkeenomistajien enemmistön oikeutta vaihtaa hallituksen kokoonpano.³⁴⁵

Nykyisen osakeyhtiölain vahingonkorvaussäännöksiin liittyy myös tavoite yhdenmukaistaa johdon ja osakkeenomistajien vastuuperusteita, jos osakkeenomistaja osallistuu aktiivisesti yhtiön asioiden hoitamiseen.³⁴⁶ Olisi nähdäkseni tämän tavoitteen mukaista ulottaa vastuu johdon tekemästä osakeyhtiölain vastaisesta päätöksestä mahdollisimman pitkälti myös sellaiseen tahoon, joka on vaikuttanut olennaisesti päätöksen syntymiseen. Tämä olisi mielestäni perusteltua etenkin, jos kyseessä on määräävä osakkeenomistaja.³⁴⁷

Määräävän osakkeenomistajan vastuuta puoltaa mielestäni myös se, ettei palkitsemisjärjestely välttämättä tule ainakaan välittömästi muiden osakkeenomistajien tietoon. Esimerkiksi pörssiyhtiöiden hallinnointikoodissa korostetaan nimenomaan johdon palkitsemisen avoimuuden tärkeyttä sekä osakkeenomistajien mahdollisuutta etukäteen arvioida palkitsemisen tarkoituksenmukaisuutta ja suhdetta palkitsemisen tavoitteiden saavuttamiseen.³⁴⁸ Johdon palkitsemisen avoimuutta ja yhtiökokouksen päätösvaltaa palkitsemiseen liittyen korostetaan myös osakkeenomistajan oikeudet II-direktiivissä ja siihen perustuvissa osakeyhtiölain

³⁴⁵ Ks. esim. Pönkä 2012, s. 98 ja Mähönen 2005, s. 34.

³⁴⁶ Tämä näkyy etenkin siinä, että vuoden 1978 osakeyhtiölaista poiketen osakkeenomistajan vastuu syntyy OYL 22:2:n mukaan jo tavallisen tuottamuksen perusteella. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31–32.

³⁴⁷ Määräävän osakkeenomistajan korvausvastuuta on korostettu myös osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31–32 ja 196. Kysymystä on käsitelty edellä luvuissa 3.4.2 ja 3.4.4.

³⁴⁸ Ks. Hallinnointikoodi 2015, Luku V (Palkitseminen) sekä palkitsemista koskevaa raportointia koskevat ohjeistukset (s. 51–53).

säännöksissä. Esimerkiksi pörssiyhtiössä päätöksen hallituksen jäsenten palkitsemisesta on perustuttava yhtiökokoukselle esitettyyn palkitsemispolitiikkaan (OYL 6:14 a.1).³⁴⁹

Jos palkitsemisessa poiketaan osakkeenomistajien etua suojaavista menettelyperiaatteista kuten palkitsemisen avoimuudesta ja päätöksenteosta yhtiökokouksessa, palkitsemisjärjestelyn aineellista hyväksyttävyyttä voitaisiin mielestäni vastaavasti arvioida tiukemmin. Jos määräävä osakkeenomistaja haluaa tehdä kahdenvälisen palkitsemisjärjestelyn hallituksen jäsenen kanssa, tämän voitaisiin nähdäkseni osakkeenomistajan itsekkyys oikeudesta huolimatta edellyttää ottavan korostuneesti huomioon myös muiden osakkeenomistajien edut.

Johtopäätöksenä edellä esitetystä voidaan todeta, että määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus kieltää nähdäkseni osakkeenomistajaa sopimusteitse palkitsemasta hallituksen jäsentä tavalla, joka saa hallituksen jäsenen toimimaan tehtävissään siten, että määräävälle osakkeenomistajalle syntyy epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella.

4.3.4 *Erilaisten palkitsemisjärjestelyjen hyväksyttävyydestä*

Kuten edellä on todettu, osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen välisellä palkitsemissopimuksella ei ole välitöntä vaikutusta yhtiön varallisuusasemaan eikä se siten voi myöskään tuottaa sellaista välitöntä vahinkoa yhtiölle, jonka perusteella sitä voitaisiin pitää yhtiön edun vastaisena. Järjestelyn ongelmat liittyvät niihin kannustimiin, jotka siinä asetetaan hallituksen jäsenelle. Palkitsemissopimus saattaa nimittäin asettaa hallituksen jäsenelle kannustimen tehdä esimerkiksi yhtiön edun tai yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia päätöksiä. Sopimuksen hyväksyttävyyden arviointi perustuu siten sen välillisiin vaikutuksiin. Keskityn seuraavassa arvioimaan sitä, milloin palkitsemissopimuksen asettamia kannustimia olisi pidettävä sellaisina, että ne ohjaavat hallituksen jäsentä tekemään yhtiön edun ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden vastaisia päätöksiä. Arviointi palautuu edellä esitettyyn doktriiniin yhtiön edusta ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta. Seuraavassa keskitytään kysymyk-

³⁴⁹ Lisäksi hallinnointikoodin mukaan yhtiökokous päättää hallitus- ja valiokuntatyöskentelystä maksettavista palkkioista ja niiden määräytymisperusteista. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Suositus 22 ja suosituksen perustelut.

seen kannustinten yhtiön edun mukaisuudesta. Yhtiön etu palautuu osakkeenomistajien sijoitusten nykyarvon maksimoinnin tavoitteeseen.³⁵⁰ Tavoitteen toteutumista arvioitaessa tarkastellaan pitkän aikavälin tuottoja.³⁵¹

Arvioinnissa on nähdäkseni laveammin muotoiltuna kyse siitä, kannustaako palkitsemissopimus hallituksen jäsentä tekemään yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisia päätöksiä, vai kannustaako se edistämään palkkion antavan osakkeenomistajan yksityisiä etuja. Lähestyn kysymystä luvussa 4.3.1 esittämieni esimerkkisopimusten kautta.

Esimerkissä 1 on kyse osto-optiosopimuksesta, jonka kohde-etuutena on yhtiön osakkeita. Sopimus jakaa ensinnäkin yhtiöön liittyvää residuaalia, mitä voidaan pitää osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisena.³⁵² Optiosopimuksen aikajänne on pitkä, eli sen toteuttamispäivä on useamman vuoden päässä sopimuksen allekirjoituspäivästä. Palkitsemisen aikatekijä on siten myös pitkän aikavälin arvonmuodostuksen periaatteiden mukainen, mitä voidaan pitää osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisena.³⁵³ Hallituksen jäsen maksaa optioista markkinaehtoisen korvauksen. Sopimus ei siten nähdäkseni herätä myöskään merkittäviä epäilyksiä siitä, että siihen liittyisi esimerkiksi hiljainen yhteisymmärrys siitä, että hallituksen jäsen sitoutuisi ajamaan juuri palkkion antavan osakkeenomistajan etua yhtiössä.

Nähdäkseni olisi siten perusteltua katsoa, ettei esimerkin 1 mukainen sopimus aseta hallituksen jäsenelle ainakaan olennaisia kannustimia edistää palkkion antavan osakkeenomistajan yksityisiä etuja yhtiön ja muiden osakkeenomistajien edun kustannuksella. Katson, että määräävä osakkeenomistaja voisi siten solmia hallituksen jäsenen kanssa tällaisen sopimuksen rikkomatta lojaliteettivelvollisuuttaan muita osakkeenomistajia kohtaan.

³⁵⁰ Ks. luvut 2.1.2 ja 2.1.3.

³⁵¹ Hallinnointikoodin suositukset korostavat myös ajatusta, että palkitsemisen tulisi jakaa johdolle yhtiöön liittyvää residuaalia, ja että sen tulisi liittyä yhtiön pitkän aikavälin arvonmuodostukseen. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Luku V (Palkitseminen), Suositus 23 ja suosituksen perustelut sekä Suositus 24 ja suosituksen perustelut.

³⁵² Ks. esim. Kanninen 1996, s. 108–112, Mähönen – Villa 2015, s. 245–253 ja Lautjärvi 2017, s. 199–203. Hallituksen jäsenten osakeomistusta suositellaan myös pörssiyhtiöiden hallinnointikoodissa, ks. Hallinnointikoodi 2015, Suositus 23 ja suosituksen perustelut. Optio-oikeuksiin perustuva palkitseminen edistää luonnollisesti hallituksen jäsenten osakeomistusta, mikäli nämä päättävät käyttää osto-optiosopimukseen sisältyvää mahdollisuutta ostaa tiettyyn hintaan yhtiön osakkeita.

³⁵³ Etenkin osakkeen arvonnousuun perustuvissa palkitsemis- ja kannustinjärjestelmissä (kuten optio-oikeuksiin perustuvissa järjestelmissä) osakkeenomistajien intressissä on pitkäkestoisuus. Ks. Lautjärvi 2017, s. 200. Osakkeenomistajien edun mukaista on yleisesti, että yhtiön voitontuottamistarkoitusta pyritään toteuttamaan nimenomaan pitkällä aikavälillä. Ks. esim. Airaksinen ym. 2018a, s. 30. Tätä näkemystä on puollettu myös esitöissä, ks. HE 109/2005 vp, s. 39. Ks. edellä luku 2.1.3. Myös hallinnointikoodissa korostetaan palkitsemisen tavoitteena olevan edistää yhtiön pitkän aikavälin taloudellista menestystä, kilpailukykyä ja omistaja-arvon suotuisaa kehitystä. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Suositus 24 ja suosituksen perustelut.

Esimerkin 2 mukaista palkitsemissopimusta voitaisiin kuitenkin nähdäkseni arvioida ainakin joissain tilanteissa toisin. Kyse on niin sanotusta synteettisestä sopimuksesta³⁵⁴, jonka perusteella osakkeenomistaja maksaa hallituksen jäsenelle rahapalkkion, jos tietyt tulostiedot täyttyvät. Tällaisen sopimuksen yhtiön edun mukaisuus riippuu nähdäkseni olennaisesti siitä, mihin tunnuslukuihin palkkio on sidottu. Myös tällaisella tulospalkkauksella on sinänsä rakennettavissa sellainen palkitsemis- ja kannustinjärjestelmä, joka on osakkeenomistajien yhteisessä intressissä. Tällöin palkitseminen sidotaan yhtiön tulokseen, yhtiön arvon kehitykseen tai muuhun osakkeenomistajien intressiä ilmentävään muuttujaan.³⁵⁵

Jos palkitsemissopimuksen tulostiedot ilmentävät osakkeenomistajien yhteistä etua ja niiden aikajänne on riittävän pitkä, tällaistakin palkitsemissopimusta voitaisiin nähdäkseni lähtökohtaisesti pitää yhtiön edun mukaisena. Osakkeenomistajien edun mukaisina tulostiedoina voitaisiin pitää esimerkiksi osakekurssin kehitystä tai tilikauden tulosta.

Esimerkin 2 mukaisen sopimuksen solmimista voitaisiin kuitenkin mielestäni pitää joissain tilanteissa määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden vastaisena, jos sopimuksen tulostiedot liittyvät selvästi esimerkiksi palkkion antavan osakkeenomistajan sijoitusstrategiaan yhtiössä ja ilmentävät tämän yksityisiä etuja. Jos kyseisen osakkeenomistajan intressissä on esimerkiksi maksimaalinen osingonjako, ja palkitsemissopimus asettaa hallituksen jäsenelle kannustimen maksimoida yhtiön jakama osinko vähentämällä yhtiön pitkän aikavälin arvomuodostuksen kannalta tärkeitä investointeja, sopimusta voitaisiin mielestäni pitää joissain tilanteissa yhtiön edun vastaisena.³⁵⁶ Sopimuksen kiellettyisyyttä voisi

³⁵⁴ Synteettisellä kannustinjärjestelmällä tarkoitetaan järjestelyä, jossa palkkion arvo on sidottu tiettyyn kohde-etuuteen tai tulostiedotukseen, mutta palkkio maksetaan käteissuorituksena. Esimerkiksi synteettisissä osakeperusteisissa kannustinjärjestelmissä palkkion arvo on sidottu osakkeen kurssikehitykseen, mutta palkkio maksetaan osakkeiden sijaan rahana. Ks. Haapaniemi 2006, s. 327.

³⁵⁵ Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 246. Muuttuvien palkan ja palkkion osien perustaminen taloudellisiin ja eitaloudellisiin suoritus- ja tulostiedotuksiin on myös pörssiyhtiöiden hallinnointikoodin suositusten mukaista. Hallinnointikoodissa kuitenkin korostetaan, että suoritus- ja tulostiedotukset tulisi määrittää ennalta, ja niiden tulisi olla mahdollisimman yksiselitteisesti mitattavissa. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Suositus 24 ja suosituksen perustelut.

³⁵⁶ Ajatusta on syytä selventää. Yhtiön sisäiset päätökset, kuten osingonjako, ovat sinänsä yleensä toiminnan tarkoituksen mukaisia. Osingonjakohan luonnollisesti toteuttaa voiton tuottamisen tarkoitusta välittömästi, koska kyse on voiton jakamisesta osakkeenomistajille. Ks. Pönkä 2013b, s. 219. Hallituksen on kuitenkin ehdottaessaan osingonjakoa huolellisesti arvioitava yhtiön edun kannalta, kuinka paljon osinkoa jaetaan. Arviointiin vaikuttavat esimerkiksi yhtiön osinkopolitiikkaan, investointitarpeisiin, pääoma- ja taserakenteeseen ja verotukseen liittyvät seikat. Ks. Lautjärvi 2017, s. 158. Tästä näkökulmasta liiallista osingonjakoa voitaisiin joissain tapauksissa nähdäkseni pitää yhtiön edun vastaisena. Jos yhtiö ei kykene osingonjaosta johtuen esimerkiksi täyttämään pitkän aikavälin arvomuodostuksen kannalta olennaisia investointitarpeita, osingonjakoa voitaisiin mielestäni pitää yhtiön edun vastaisena.

nähdäkseni myös puoltaa palkitsemisen sitominen lyhyeen aikatekijään, sikäli kun tämä on ristiriidassa yhtiön pitkän aikavälin arvomuodostuksen kanssa.

Katson, että esimerkin 2 mukainen palkitsemissopimus voi joissain tilanteissa asettaa hallituksen jäsenelle kannustimen edistää palkkion antavan osakkeenomistajan yksityisiä etuja yhtiön ja muiden osakkeenomistajien edun kustannuksella. Arviointi riippuu keskeisiltä osin sopimuksen tulokriteereistä ja aikatekijästä. Määräävä osakkeenomistaja saattaa siten rikkoa joissain tilanteissa lojaliteettivelvollisuuttaan muita osakkeenomistajia kohtaan solmimalla hallituksen jäsenen kanssa tällaisen sopimuksen.

4.3.5 *Määräävän osakkeenomistajan korvausvastuun syntymisestä*

Erikseen on arvioitava kysymystä siitä, millä edellytyksillä määräävälle osakkeenomistajalle voisi syntyä korvausvastuu lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen perusteella. Edellä on katsottu, että määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden rikkominen palkitsemisjärjestelyssä aiheutuu siten, että tämä myötävaikuttaa siihen, että hallituksen jäsen rikkoo osakeyhtiölakia. OYL 22:2 soveltuu nähdäkseni siten jo sanamuotonsa perusteella varsin selvästi tarkasteltavaan palkitsemisjärjestelyyn.

Osakkeenomistajan vastuu perustuisi siten siihen, että tämä on myötävaikuttanut osakeyhtiölain rikkomiseen solmimalla palkitsemissopimuksen hallituksen jäsenen kanssa. Korvattavaksi vaadittava vahinko syntyisi puolestaan käytännössä siten, että hallituksen jäsen tekee osakeyhtiölain vastaisen päätöksen, joka tuottaa yhtiölle vahinkoa. Osakkeenomistajan korvausvastuun syntymisen kannalta ongelmaksi muodostuu nähdäkseni etenkin vahingonkorvausoikeudellinen syy-yhteysvaatimus.

Syy-yhteysvaatimus tarkoittaa yleisesti sitä, että vahingon korvattavuus edellyttää vahingon sellaista syy-yhteyttä korvausvastuuseen johtavaan tekoon, toimintaan tai laiminlyöntiin, jota vastuusäännöksen soveltamisessa edellytetään.³⁵⁷ Myös osakeyhtiölain perusteella syntyvä vahingonkorvausvastuu edellyttää syy-yhteyden olemassaoloa. Kyse on siitä, että teon on oltava vaikuttanut vahingon syntymiseen tavalla, joka on juridisesti relevantti.³⁵⁸ Syy-yhteyden osalta oikeuskäytännössä on joissain tapauksissa katsottu riittäväksi, että vastuun perustava teko olisi saattanut aiheuttaa korvattavan vahingon.³⁵⁹ Syy-yhteydeltä vaaditaan

³⁵⁷ Ståhlberg – Karhu 2013, s. 335.

³⁵⁸ Syy-yhteydeltä edellytetään myös adekvaattisuutta eli teon ja vahingon riittävän läheistä suhdetta. Kaukaiset, satunnaiset ja ennakoimattomat tapahtumat jäävät siten vastuun ulkopuolelle. Savela 2015, s. 306.

³⁵⁹ Ks. KKO 2001:70.

tällöinkin kuitenkin kohtuullista todennäköisyyttä. Aina ei myöskään edellytetä, että tarkastettavana oleva teko olisi ainoa vahinkoon vaikuttanut tekijä.³⁶⁰ Riittävänä voidaan pitää yleensä sitä, että teko on osasyynä vahinkoon.³⁶¹

On epäselvää, miten syy-yhteyttä osakkeenomistajan toiminnan palkitsemissopimuksen solmimiseen liittyen ja hallituksen jäsenen toimesta tapahtuneen osakeyhtiölain rikkomuksen välillä tulisi arvioida. Kysymyksestä ei luonnollisesti ole oikeuskäytäntöä, eikä asiaa ole käsitelty oikeuskirjallisuudessa. Tässä tutkielmassa ei ole myöskään sivumäärärajoituksesta johtuen mahdollista arvioida kysymystä laajemmin.

4.4 Vähemmistöosakkeenomistajan velvollisuudet palkitsemisjärjestelyssä

4.4.1 Vähemmistöosakkeenomistajan velvollisuuksista voimassaolevan oikeuden mukaan

Seuraavassa käsitellään kysymystä siitä, voitaisiinko muun kuin määräävän osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen väliseen palkitsemisjärjestelyyn puuttua osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien perusteella.³⁶² Jos muilla osakkeenomistajilla katsotaan olevan fidusiaarisia velvollisuuksia järjestelyyn liittyen, erilaisten palkitsemisjärjestelyjen hyväksyttävyyden arvioinnin ja osakkeenomistajan korvausvastuun syntymisen osalta voidaan nähdäkseni soveltuvien osin soveltaa edellä luvuissa 4.3.4 ja 4.3.5 esitettyjä periaatteita.

Edellä on katsottu, että vain määräävällä osakkeenomistajalla on fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan.³⁶³ Yleislauseketta ja osakkeenomistajan korvausvastuusäännöstä ei ole kuitenkaan rajattu koskemaan vain määräävää osakkeenomistajaa, vaan ne soveltuvat kaikkiin osakkeenomistajiin. Voidaan siten katsoa, että kaikilla osakkeenomistajilla on jonkinasteinen lojaliteettivelvollisuus. Velvollisuuden sisältönä on kielto tehdä päätös tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.³⁶⁴ Lojaliteettivelvollisuus ei ole kuitenkaan muiden osakkeenomistajien osalta yhtä laaja kuin

³⁶⁰ Ks. KKO 2010:17.

³⁶¹ Savela 2015, s. 306–309.

³⁶² Vähemmistöosakkeenomistajilla tarkoitetaan tässä yhteydessä käänteisesti sellaisia osakkeenomistajia, joilla ei ole yhtiössä KPL 1:5:n mukaista määräysvaltaa. Vrt. määräävän osakkeenomistajan määritelmän suhteen edellä luku 4.3.3.

³⁶³ Ks. luku 3.4.4. Vastaavasti Mähönen – Villa 2015, s. 413 ja Vahtera 2007, s. 94–95. Näkemystä on myös kritisoitu, ks. etenkin Laine 2012, s. 79–101.

³⁶⁴ Yleislausekkeen sanamuoto merkitsee kaikille osakkeenomistajille asetettua "negatiivista" lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan. Ks. Laine 2012, s. 99–101 ja Lautjärvi 2015, s. 70–71.

määrävällä osakkeenomistajalla.³⁶⁵ Lojaliteettivelvollisuuden rikkomuksen toteamiseen riittää tältäkin osin, että osakkeenomistajalla katsotaan olevan OYL 1:7:n 2. virkkeen sanamuodon mukaisesti velvollisuus tietyissä tilanteissa pidättäytyä toimimasta yhtiön edun vastaisesti. Lojaliteettivelvollisuuden rikkomisen toteaminen ei siten edellyttäisi aktiivisiin toimimisvelvollisuuksiin liittyvän doktriinin tulkintaa, vaan se voitaisiin todeta jo yleislausekkeen sanamuodon perusteella.

Oikeustila on kuitenkin epäselvä sen suhteen, velvoittaako yleislausekkeeseen perustuva lojaliteettivelvollisuus osakkeenomistajaa myös yhtiökokouksen ulkopuolella. Edellä on puollettu osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ulottamista yhtiökokouksen ulkopuoliseen toimintaan sillä perusteella, että osakkeenomistajan korvausvastuu voi syntyä OYL 22:2:n nojalla myös yhtiökokouksen ulkopuolella tapahtuneen toiminnan perusteella.³⁶⁶

OYL 22:2 koskee todetusti kaikkia osakkeenomistajia. Reaaliset argumentit kuitenkin puoltavat osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ulottamista yhtiökokouksen ulkopuoliseen toimintaan lähinnä määrävän osakkeenomistajan osalta.³⁶⁷ Esitöissä osakkeenomistajan korvausvastuusta yhtiökokouksen ulkopuolella on esitetty myös esimerkkinä lähinnä tilanne, jossa emoyhtiö tai vastaavan määräysvallan käyttäjä saa hallituksen toimimaan lainvastaisesti.³⁶⁸ Oikeustila on siten nähdäkseni varsin epäselvä muiden kuin määrävän osakkeenomistajan osalta. Ei voida varmuudella sanoa, onko osakkeenomistajalla, joka ei ole määrävässä asemassa yhtiössä, lojaliteettivelvollisuutta muita osakkeenomistajia kohtaan yhtiökokouksen ulkopuolella.³⁶⁹

³⁶⁵ Ks. luku 3.4.4.

³⁶⁶ Ks. luku 3.4.4. Vastaavasti Nyström 2016, s. 244.

³⁶⁷ Ks. Nyström 2016, s. 244–245, joka ei sinänsä poissulje mahdollisuutta ulottaa lojaliteettivelvollisuus koskemaan myös vähemmistöosakkeenomistajia. Reaaliset argumentit puoltavat lojaliteettivelvollisuuden soveltamisalan ulottamista yhtiökokouksen ulkopuoliseen toimintaan kuitenkin nimenomaan keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä ja sellaisten osakkeenomistajien osalta, jotka ottavat yhtiössä johdon asemaan rinnastuvan roolin.

³⁶⁸ Esitöissä johdon ja osakkeenomistajien vastuuperusteiden yhdenmukaistamista korostetaan muutenkin lähinnä määrävien osakkeenomistajien ja muiden yhtiössä aktiivisten osakkeenomistajien osalta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 31–32 ja 196.

³⁶⁹ Esimerkiksi *Mähönen* ja *Villa* ovat katsoleet, että ainoastaan määrävällä osakkeenomistajalla on fidusiarisia velvollisuuksia muita osakkeenomistajia kohtaan. Ks. *Mähönen – Villa* 2015, s. 413–419. *Pönkä* ei puolestaan vaikuta sulkevan pois sitä mahdollisuutta, että yleislauseke voisi soveltua myös muiden kuin määrävän osakkeenomistajan toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella. Myös hänen käyttämänsä esimerkit koskevat tosin vain määrävää osakkeenomistajaa. Ks. *Pönkä* 2012, s. 252–253.

Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta arvioitaessa on luonnollisesti otettava huomioon osakkeenomistajan itsekkyysoikeus. Osakkeenomistajan itsekkyysoikeus on osakeyhtiöoikeudessa vahva lähtökohta³⁷⁰, jonka ohittaminen lojaliteettivelvollisuuteen vedoten vaatii vahvoja perusteita. Määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia koskeva doktriini on jo itsessään tulkinnanvarainen, ja myös tämän lojaliteettivelvollisuutta on aina tapauskohtaisesti punnittava tämän itsekkyysoikeutta vasten.³⁷¹ Vastuun perustaminen tapauskohtaisesti kenelle tahansa osakkeenomistajalle osakeyhtiölain sanamuodon ja vakiintuneen osakkeenomistajan oman edun ajamisen sallivan lähtökohdan vastaisesti heikentäisi merkittävästi oikeusvarmuutta ja lainsäädännön ennustettavuutta.³⁷²

Perusteita osakkeenomistajan itsekkyysoikeuden sivuuttamiselle voitaisiin hakea vielä reaalisista argumenteista. Osakkeenomistajan vastuuta puoltaa lähinnä se reaalinen näkökohta, että osakkeenomistaja voi palkitsemisjärjestelyllä vaikuttaa mahdollisesti ratkaisevalla tavalla johdon päätöksentekoon. Tällöin voitaisiin pohtia, tulisiko osakkeenomistajalla olla vastaavanlaisia velvollisuuksia yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan kuin yhtiön johdolla on OYL 1:8:n nojalla.³⁷³ Toisaalta vähemmistöosakkeenomistajien välillä ei ole yleensä katsottu vallitsevan päämies-agenttisuhdetta, toisin kuin määräävän osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä.³⁷⁴ Ajatus johdon fidusiaaristen velvollisuuksien soveltamisalan ulottamisesta tulkinnalla myös määräävään osakkeenomistajaan perustuu juuri päämies-agenttiteoriaan.³⁷⁵ Vaikka osakkeenomistaja onnistuisikin palkitsemisjär-

³⁷⁰ Ks. esim. Pönkä 2012, s. 258–259 ja Nyström 2016, s. 240–241. Periaate on vahvistettu myös vuoden 1978 osakeyhtiölain esitöissä. Ks. HE 27/1977 vp, s. 111.

³⁷¹ Mähönen – Villa 2015, s. 413–414.

³⁷² Vastaavaan argumentaatioon perustuen on katsottu, ettei myöskään määräävälle osakkeenomistajalle voitaisi asettaa yleislausekkeen sanamuotoa laajempaa lojaliteettivelvollisuutta. Ks. Laine 2012, s. 91. Tätä argumentaatiota voidaan nähdäkseni soveltaa vähemmistöosakkeenomistajien osalta. Katson, että määräävän osakkeenomistajan asema yhtiössä on kuitenkin siinä määrin muista osakkeenomistajista poikkeava esimerkiksi päämies-agenttiteorian näkökulmasta, että tällaiselle osakkeenomistajalle on perusteltua asettaa erityisiä velvollisuuksia sääntelyyn liittyvästä oikeusvarmuusintressistä huolimatta. Ks. luku 3.4.4.

³⁷³ Yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että kaikille osakkeenomistajille tulisi asettaa fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan siinä tilanteessa, että osakkeenomistaja kykenee vaikuttamaan tietyn yhtiöpäätöksen lopputulokseen, ja osakkeenomistajalla on asiassa henkilökohtainen intressi. Ks. Anabtawi – Stout 2008, s. 1295–1296. Tematiikkaan palataan jäljempänä luvussa 4.4.2.

³⁷⁴ Tarkalleen ottaen osakkeenomistajien välille voidaan tosin hahmottaa päämies-agenttisuhteet kaikissa tilanteissa, jossa tietty osakkeenomistaja tai osakkeenomistajaryhmä voi käyttää päätösvaltaa sellaisten asioiden suhteen, jolla on vaikutus kaikkien osakkeenomistajien asemaan yhtiössä. Ks. luku 2.2.3. Tällaisen päämies-agenttisuhteen hahmottaminen vaatii kuitenkin muun muassa yhtiön omistusrakenteen tapauskohtaista arviointia. Nähdäkseni olisi varsin ongelmallista asettaa tietylle osakkeenomistajalle erityisiä velvollisuuksia muita osakkeenomistajia kohtaan ilman kirjoitetun lain tukea tällaisen vähemmistöosakkeenomistajien välille hahmotetun päämies-agenttisuhteen perusteella. Tällainen tulkinta heikentäisi merkittävästi osakkeenomistajan oikeusasemaan liittyvää oikeusvarmuutta ja lainsäädännön ennustettavuutta.

³⁷⁵ Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 413.

jestelyllä vaikuttamaan johdon päätöksentekoon, tämä on tuskin riittävä syy asettaa osakkeenomistajalle erityisiä fidusiaarisia velvollisuuksia ja sivuuttaa tämän itsekkyysoikeus ilman kirjoitetun lain tukea.

Muilla osakkeenomistajilla on lisäksi muita oikeussuojakeinoja, joiden olemassaolo vähentää osaltaan tarvetta suoriin oikeussuojakeinoihin palkkion antanutta osakkeenomistajaa vastaan. Muut osakkeenomistajat voivat tässäkin tilanteessa hakea vahingonkorvausta hallituksen jäseneltä OYL 22:1:n nojalla, jos tämä on aiheuttanut yhtiölle vahinkoa osakeyhtiölakia rikkomalla. Keskeistä on, että muut osakkeenomistajat voivat OYL 6:9:n nojalla myös vaihtaa hallituksen kokoonpanon, jos nykyinen johto ei palkitsemissopimuksesta johtuen enää nauti osakkeenomistajien enemmistön luottamusta. Asetelma eroaa nimittäin edellä luvussa 4.3.3 kuvatusta tilanteesta sikäli, ettei tässä tapauksessa palkkion antava osakkeenomistaja käytä enemmistövaltaa yhtiössä. Muilla osakkeenomistajilla on siten ainakin mahdollisuus muodostaa enemmistö yhtiökokouksessa ja vaihtaa hallituksen kokoonpano.³⁷⁶

Johtopäätöksenä edellä esitetystä voidaan todeta, että muilla osakkeenomistajilla kuin määrävällä osakkeenomistajalla ei voida nähdäkseni katsoa olevan sellaista lojaliteettivelvollisuutta, joka kieltäisi tällaisia osakkeenomistajia palkitsemasta yhtiön johtoa sopimusteitse edellä kuvatulla tavalla.

4.4.2 Voimassaolevan oikeuden kehittämistarpeista

Osakkeenomistajilla, jotka eivät ole määrävässä asemassa yhtiössä, ei siten ole yleislausekkeen sanamuotoa laajempaa lojaliteettivelvollisuutta, joka soveltuisi esimerkiksi palkitsemisjärjestelyn solmimiseen hallituksen jäsenen kanssa. Suomalaisessa yhtiöoikeuskeskustelussa tällaista ei ole myöskään esitetty. Yhdysvalloissa aiheesta on kuitenkin käyty viime vuosina mielenkiintoista *de lege ferenda* -keskustelua. Seuraavassa tarkastellaan lyhyesti tätä keskustelua ja sen mahdollisia sovellutuksia Suomen oikeuteen. Tutkielman sivumäärärajoituksesta johtuen aiheen laajempi *de lege ferenda* -tutkimus jätetään kuitenkin jatkokeskustelun varaan.

Yhdysvalloissa on vakiintuneesti katsottu, että vain määrävällä osakkeenomistajalla on fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan. Viime vuosina on

³⁷⁶ Näin siis olettaen, ettei yhtiöjärjestykseen ole otettu OYL 6:9:n nojalla määräystä, jonka mukaan osa hallituksen jäsenistä valitaan muussa järjestyksessä kuin yhtiökokouksessa enemmistöpäätöksenä. Tässä yhteydessä ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista ryhtyä arvioimaan tällaisen yhtiöjärjestysmääräyksen merkitystä tutkimuskysymyksen kannalta.

kuitenkin käyty keskustelua siitä, voitaisiinko myös muilla osakkeenomistajilla katsoa olevan joissain tilanteissa tällaisia velvollisuuksia. *Anabtawi* ja *Stout* ovat esittäneet, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuus tulisi ulottaa myös muihin kuin varsinaista enemmistövaltaa yhtiössä käyttäviin osakkeenomistajiin. Heidän mukaansa kaikille osakkeenomistajille tulisi asettaa yhtiön johdon velvollisuuksia vastaavia "piileviä" fidusiaarisia velvollisuuksia yhtiötä ja muita osakkeenomistajia kohtaan. Nämä tulisivat sovellettavaksi, jos osakkeenomistaja onnistuisi vaikuttamaan ratkaisevasti sellaiseen päätökseen yhtiössä, jonka suhteen hänellä on henkilökohtainen taloudellinen intressi. Tämä tarkoittaisi toisin sanoen osakkeenomistajan fidusiaariin velvollisuuksiin liittyvän määräysvallan käsitteen uudelleenmäärittelyä. Määräysvallalla tarkoitettaisiin osakkeenomistajan konkreettista mahdollisuutta vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon yksittäistapauksessa sen sijaan, että määräysvalta hahmotettaisiin vain yleisellä tasolla enemmistövaltana yhtiössä. Kirjoittajat esittävät lisäksi, että osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta tulisi voida soveltaa milloin tahansa tämän pyrkinessä edistämään yhtiössä sellaista yritysstrategiaa tai liiketoimea, jonka suhteen tällä on olennainen taloudellinen intressi.³⁷⁷

Taustalla on etenkin havainto, että osakkeenomistajien mahdollisuudet vaikuttaa yrityspolitiikkaan ilman varsinaista enemmistövaltaa yhtiössä ovat lisääntyneet. Klassisille Berle & Means -yhtiöille ominainen omistuksen hajautuneisuus, osakkeenomistajien vähäinen vaikutusvalta yhtiössä ja vallan keskittyminen yritysjohdolle eivät enää välttämättä luonnehdi nykypäivän osakeyhtiöitä.³⁷⁸ Määräävien osakkeenomistajien vahva asema keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä onkin tunnustettu yhtiöoikeudessa jo pitkään.³⁷⁹ Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien väliseen päämies-agenttiongelmahan on puututtu esimerkiksi Suomessa yhdenvertaisuusperiaatteen ja sitä täydentävien osakeyhtiölain kasuististen vähemmistösuojasäännösten keinoin.³⁸⁰

³⁷⁷ Anabtawi – Stout 2008, s. 1295–1296. Delawaren osavaltion oikeuskäytännössä määräävän osakkeenomistajan fidusiaarisia velvollisuuksia on nimittäin tähän asti sovellettu vain niin sanotuissa *freeze out* -tilanteissa sekä pienyhtiöiden osalta. Ks. edellä luku 3.4.3.

³⁷⁸ Corporate governance -tutkimuksessa pitkään vallalla ollut johdon ja osakkeenomistajien välisiä intressiristiriitoja ja päämies-agenttisuhdetta koskeva painotus on perustunut juuri havaintoon omistuksen ja vallan eriytymisestä osakeyhtiöissä. Ks. luku 2.2.1.

³⁷⁹ Keskittyneen omistusrakenteen yhtiöiden on havaittu olevan itse asiassa kansainvälisesti selvästi hajautuneen omistusrakenteen yhtiöitä yleisempiä. Hajautuneen omistusrakenteen yhtiöt ovat yleisiä lähinnä Yhdysvalloissa ja tietyissä muissa maissa, kun taas esimerkiksi Manner-Euroopassa keskittynyt omistusrakenne on yleisempi. Ks. La Porta ym. 1999, s. 474, 491–498 ja 511–513.

³⁸⁰ Pönkä 2012, s. 97–98. Määräävän osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien taustalla on vastaavasti ajatus puuttua määräävän osakkeenomistajan opportunistisiin tämän ja muiden osakkeenomistajien välisessä päämies-agenttisuhteesta. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 413.

Yhtiöiden omistusrakenne on kuitenkin kehittynyt kansainvälisesti sellaiseen suuntaan, että niissä on lisääntyvissä määrin myös merkittäviä vähemmistöosakkeenomistajia. Nämä eivät välttämättä kykene käyttämään varsinaista enemmistövaltaa yhtiössä, mutta nämä eivät myöskään ole Berle & Means -yhtiöiden osakkeenomistajien tavoin voimattomia suhteessa johtoon. Taustalla on erinäisiä markkinoiden rakenteessa, liiketavoissa ja liiketoimintainstituutioissa tapahtuneita muutoksia. Näihin kuuluvat esimerkiksi institutionaalisen osakeomistuksen lisääntyminen³⁸¹, institutionaalisten osakkeenomistajien neuvontapalveluiden yleistyminen³⁸², hedgerahastojen (*hedge fund*) yleistyminen³⁸³ sekä rahoitusinstrumenttien monimutkaistuminen.³⁸⁴ Yhdysvalloissa myös tietyt lainsäädäntöuudistukset ovat vahvistaneet osakkeenomistajien asemaa. Osakkeenomistajien lisääntynyt vaikutusvalta ja tähän liittyvä väärinkäytösriski aiheuttaa myös muutospainetta oikeussääntelyyn.³⁸⁵

Osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen väliset kahdenväliset palkitsemisjärjestelyt ovat nähdäkseni esimerkki siitä, mitä osakkeenomistajien lisääntyvä aktiivisuus ja vaikutusvalta yhtiöissä voi merkitä käytännössä. Edellä on esitetty, että tällaista palkitsemisjärjestelyä voidaan joissain tilanteissa pitää kiellettynä osakkeenomistajan fidusiaristen velvollisuuksien perusteella, kun palkkion antaa määräävä osakkeenomistaja. Käytännössä kiinnostavampaa kuitenkin on, miten olisi suhtauduttava siihen, että muu kuin määräävä osakkeenomistaja palkitsee hallituksen jäsentä sopimusteitse. Määräävä osakkeenomistaja voi nimittäin lähtö-

³⁸¹ Yhdysvalloissa havaittiin jo 1990-luvun alussa, että pörssiyritysten osakeomistus oli lisääntyvässä määrin keskittynyt suurille institutionaalisille osakkeenomistajille. Suurilla institutionaalisilla osakkeenomistajilla on katsottu olevan sekä mahdollisuus että riittävät kannustimet valvoa johdon toimintaa ja osallistua aktiivisesti yhtiön asioiden hoitamiseen. Ks. Black 1990, s. 567–575 ja 608.

³⁸² Näistä merkittävin on Institutional Shareholder Services Inc. (ISS). ISS toimii institutionaalisten osakkeenomistajien neuvonantajana sen suhteen, miten näiden tulisi käyttää äänivaltaansa portfolioyhtiöidensä yhtiökokouksissa. Institutionaaliset osakkeenomistajat noudattavat tältä osin käytännössä yleensä ISS:n neuvoja. Useissa yhtiöissä merkittävä osa liikkeeseen lasketuista osakkeista on sellaisten institutionaalisten osakkeenomistajien hallussa, jotka kaikki käyttävät äänivaltaansa yhtiökokouksessa yhdenmukaisesti ISS:n neuvoja seuraten. Ks. Briggs 2007, s. 692–694 ja 702.

³⁸³ Riskirahastot eli niin sanotut hedgerahastot ovat kevyesti säänneltyjä sijoitusrahastoja, joiden sijoittajat ovat yleensä varakkaita yksityishenkilöitä. Hedgerahastot eivät hajauta sijoituksiaan samassa määrin kuin muut institutionaaliset sijoittajat, vaan ne keskittävät yleensä sijoituksensa muutamaan kohdeyhtiöön. Näiden rahastojen kulurakenne lisäksi kannustaa rahastonhoitajia maksimoimaan aggressiivisesti sijoittajiensa tuotot. Muun muassa näistä syistä hedgerahastoilla on muita institutionaalisia sijoittajia suuremmat kannustimet osakkeenomistaja-aktivismiin. Ks. Kahan – Rock 2007, s. 1047–1070, 1091–1093.

³⁸⁴ Rahoitusinstrumenttien monimutkaistuminen lisää kannustimia osakkeenomistaja-aktivismiin. Yhtiöiden monimutkaiset rahoitusrakenteet tarjoavat ensinnäkin sijoittajille mahdollisuuksia edistää sellaisia yhtiöpäättöksiä, jotka nostavat tietyn rahoitusvälineen arvoa toisten rahoitusvälineiden kustannuksella. Käytännössä tämä voi merkitä puhdasta tulonsiirtoa erilaisten rahoitusvälineiden haltijoiden välillä. Ks. Partnoy – Thomas 2006, s. 35–39. Rahoitusinstrumenttien monimutkaistuminen tarjoaa lisäksi sijoittajille mahdollisuuden lisätä äänivaltaansa yhtiössä ilman vastaavaa taloudellista osakeomistusta (*empty voting*), mikä puolestaan on omiaan vähentämään osakkeenomistaja-aktivismiin liittyviä kustannuksia. Ks. Hu – Black 2006, s. 1069–1070.

³⁸⁵ Anabtawi – Stout 2008, s. 1258–1260, 1275–1283.

kohtaisesti päättää yhtiön palkitsemispolitiikasta yhtiökokouksessa enemmistövaltansa turvin. Hallituksen jäsenen palkitseminen sopimusteitse saattaisi sen sijaan tarjota esimerkiksi merkittävälle vähemmistöosakkeenomistajalle keinon lisätä vaikutusvaltaansa yhtiön johdon päätöksenteon suhteen.

Nähdäkseni *de lege ferenda* voitaisiin siten pohtia, tulisiko myös muille kuin määräävälle osakkeenomistajalle asettaa fidusiaarisia velvollisuuksia, joiden nojalla voitaisiin puuttua kuvattuun palkitsemisjärjestelyyn ja muuhun epämuodolliseen vallankäyttöön yhtiökokouksen ulkopuolella. Kysymykseen voitaisiin toisaalta toki puuttua myös muilla tavoin kuin fidusiaaristen velvollisuuksien keinoin.³⁸⁶ Vaihtoehtoisena sääntelyratkaisuna voitaisiin nähdäkseni harkita esimerkiksi sitä, että yritysjohton palkitseminen alistettaisiin yhtiökokouksen päätettäväksi myös silloin, jos palkkion myöntää yhtiön sijasta osakkeenomistaja tai muu henkilö.³⁸⁷ Fidusiaarisiin velvollisuuksiin liittyy kuitenkin sääntelyratkaisuna erilaisiin kasuistisiin oikeussääntöihin verrattuna se etu, että niiden lähtökohtainen soveltamisala on laajempi, ja niitä voidaan tulkita oikeuskäytännössä joustavammin. Uudenlaisiin väärinkäytöksiin voidaan siten puuttua oikeuskäytännössä heti niiden tullessa tuomioistuimen käsiteltäväksi. Kasuistisiin oikeussääntöihin liittyy lisäksi suurempi ylisääntelyriski.³⁸⁸

5 LOPUKSI

Kysymys osakkeenomistajan ja hallituksen jäsenen välisen palkitsemissopimuksen hyväksyttävyydestä osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien näkökulmasta on korostuneen tulkinnanvarainen. Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden ja itsekkyysoikeuden välisen ristiriidan ratkaiseminen vaatii tapauskohtaista harkintaa. Asiassa on kuitenkin esitettävissä eräitä yleisiä tulkintaa ohjaavia johtopäätöksiä.

³⁸⁶ Osakkeenomistajien väärinkäytöksiin on esitetty Yhdysvalloissa ratkaisuksi erilaisia *ad hoc* -oikeussääntöjä. Esimerkiksi *empty voting* -ongelmaan on esitetty ratkaisuksi ensinnäkin sitä, että äänivalta yhtiökokouksessa allokoitaisiin taloudellisen osakeomistuksen perusteella. Toisaalta on esitetty, että johdannaisten käyttöön tulisi liittää laajempia tiedonantovelvollisuuksia, jos niitä käytetään muodollisen osakeomistuksen hankkimiseen ilman vastaavaa taloudellista osakeomistusta. Ks. Anabtawi – Stout 2008, s. 1293–1294 ja kirjoittajien mainitsemat lähteet.

³⁸⁷ Osakeyhtiölain palkitsemispolitiikkaa ja -raporttia koskevat säännökset sekä hallinnointikoodin suositukset ilmentävät jo nyt ajatustapaa, jonka mukaan osakkeenomistajilla tulisi olla mahdollisuus yhtiökokouksessa lausua johdon palkitsemisesta. Säännökset ja suositukset eivät kuitenkaan sovellu suoraan osakkeenomistajan toimesta tapahtuvaan palkitsemiseen. Esimerkiksi OYL 6:14 a.1:n mukaan pörssiyhtiössä päätöksen hallituksen jäsenen palkitsemisesta on perustuttava yhtiökokoukselle esitettyyn palkitsemispolitiikkaan. Hallinnointikoodin mukaan yhtiökokous päättää hallitus- ja valiokuntatyöskentelystä maksettavista palkkioista ja niiden määräytymisperusteista. Ks. Hallinnointikoodi 2015, Suositus 22 ja suosituksen perustelut.

³⁸⁸ Ks. Anabtawi – Stout 2008, s. 1294. Ks. yhtäältä tapauskohtaisten oikeussääntöjen ja toisaalta oikeusperiaatteiden eduista esim. Armour ym. 2017a, s. 32–33.

Osakkeenomistajan fidusiaaristen velvollisuuksien soveltaminen tällaiseen palkitsemisjärjestelyyn vaatii OYL 1:7:n 2. virkkeen sanamuodosta poiketen lojaliteettivelvollisuuden ulottamista tulkinnalla osakkeenomistajan toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella. Tällaista tulkintaa voitaisiin perustella sillä, että OYL 22:2:n nojalla osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuu voi perustua myös tämän toimintaan yhtiökokouksen ulkopuolella. Tulkinta on perusteltu etenkin määräävän osakkeenomistajan osalta. Määräävällä osakkeenomistajalla on nähdäkseni yleisesti korostunut lojaliteettivelvollisuus muita osakkeenomistajia kohtaan. Keskittyneen omistusrakenteen yhtiöissä omistajaohjaus tapahtuu pitkälti epämuodollisessa yhteydenpidossa yhtiön johtoon, mikä puoltaa lojaliteettivelvollisuuden soveltamisalan ulottamista myös tällaiseen toimintaan. Ainakin määräävän osakkeenomistajan vastuu yhtiökokouksen ulkopuolella on tunnustettu myös osakeyhtiölain esitöissä.

Määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuuden voitaisiin katsoa kieltävän tätä solmimasta hallituksen jäsenen kanssa sellaisen palkitsemisjärjestelyn, joka kannustaa hallituksen jäsentä toimimaan tehtävissään siten, että määräävälle osakkeenomistajalle syntyy epäoikeutettua etua yhtiön ja muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Tällaista järjestelyä ei voida mielestäni oikeuttaa vetoamalla osakkeenomistajan itsekkyysoikeuteen. Myötävaikuttaminen osakeyhtiölain rikkomiseen perustaa osakkeenomistajalle korvausvelvollisuuden jo OYL 22:2:n sanamuodon nojalla. Määräävän osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuutta korostaa myös yleisesti tämän asema muiden osakkeenomistajien agenttina päämies-agenttiteorian tarkoittamalla tavalla. Tulkintaa puoltaa lisäksi se, että vähemmistöosakkeenomistajien asema jää asetelmassa yleisesti varsin heikoksi. Nämä eivät voi esimerkiksi vaihtaa määräävästä osakkeenomistajasta riippuvaisen hallituksen kokoonpanoa.

Vähemmistöosakkeenomistajat saivat kuitenkin itsekkyysoikeutensa nojalla vapaasti solmia tällaisen palkitsemisjärjestelyn hallituksen jäsenen kanssa. Itsekkyysoikeus on erityisen vahva lähtökohta muiden kuin määräävän osakkeenomistajan osalta. Vähemmistöosakkeenomistajia ei yleensä voida pitää päämies-agenttiteorian tarkoittamalla tavalla muiden osakkeenomistajien agentteina siten, että näille olisi yleisesti perusteltua asettaa fidusiaarisia velvollisuuksia muita osakkeenomistajia kohtaan. Muiden osakkeenomistajien asemaa turvaa tässä asetelmassa lisäksi etenkin osakkeenomistajien enemmistön oikeus erottaa hallitus, joka ei nauti näiden luottamusta. Toisenlaista suhtautumista voitaisiin tosin harkita *de lege ferenda*, jos esimerkiksi merkittävämpi vähemmistöosakkeenomistaja pystyy poikkeuksellisesti joiltain osin vaikuttamaan ratkaisevasti yhtiön päätöksentekoon.

Palkitsemissopimuksen sisällöllinen hyväksyttävyyys riippuu puolestaan nähdäkseni etenkin siinä hallituksen jäsenelle asetetuista kannustimista. Hyväksyttävyyttä puoltaa etenkin se, jos järjestelyssä jaetaan hallituksen jäsenelle yhtiöön liittyvää residuaalia. Pitkään aikatekijään sidottuja järjestelyjä voitaisiin myös yleensä pitää osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisena. Ongelmallisina voitaisiin kuitenkin pitää sellaisia järjestelyjä, joiden tulospittarit ja aikatekijä ilmentävät enemmänkin palkkion antavan osakkeenomistajan erityistä sijoitusstrategiaa kuin osakkeenomistajien yhteistä etua.